

# 主要国経済 Outlook

## 2026年5月号 (No. 474)

経済見通し：世界、日本、米国、欧州、中国

経済調査部	主席研究員	末吉 孝行
	シニアエコノミスト	神田 慶司
	主任研究員	矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター	研究員	藤原 翼
ロンドンリサーチセンター	シニアエコノミスト	橋本 政彦
調査本部	主席研究員	齋藤 尚登

[要約]

- Overview..... 2  
 中東情勢次第ではグローバル・スタグフレーションの様相も
- 日本経済..... 3  
 中東情勢緊迫による景気下振れリスク上昇で4月利上げは見送りか
- 米国経済..... 13  
 消費維持に必要な雇用者数は？
- 欧州経済..... 23  
 進む資源高対応
- 中国経済..... 33  
 2026年は政府成長率目標の下限か

# Overview

## 中東情勢次第ではグローバル・スタグフレーションの様相も

末吉 孝行

米国とイランの間では戦闘終結に向けた交渉が続いているものの、情勢は依然として不安定である。米国はイラン船籍の貨物船を拿捕するなどしており、これに反発したイラン側は報復を警告している。仮に和平合意が成立したとしても、偶発的な衝突を契機に、紛争が再発するリスクは引き続き残るだろう。

国際通貨基金（IMF）が2026年4月に公表した世界経済見通し（World Economic Outlook）によれば、中東地域での紛争が限定的な期間・範囲にとどまるとの前提のもとでも、世界の実質GDP成長率は2025年の前年比+3.4%から2026年に同+3.1%へと減速すると見込まれる。消費者物価に関しては、2025年の前年比+4.1%から2026年に同+4.4%に加速する見通しだ。IMFは他のシナリオも示している。原油価格が2倍になり、インフレ予想が1%pt上昇するような最も厳しいシナリオでは、2026年の実質GDP成長率は前年比+2%を下回り、消費者物価上昇率は同+5.8%に達するという。経済成長の鈍化とインフレ高進が同時に進む、いわゆるスタグフレーション的な状況に世界経済が直面することになる。

この影響は一律ではない。とりわけエネルギーや食料の自給率が低い国・地域では、成長の下振れとインフレ圧力が同時に強まるリスクが大きい。日本の2024年度のエネルギー自給率は16%（資源エネルギー庁）、食料自給率は38%（農林水産省、カロリーベースの値）であり、いずれも国際的にみて低い水準にある。中東情勢の悪化が長期化した場合、日本は紛争地域を除けば、相対的に大きな影響を受けやすい国・地域の1つといえよう。

足元では、日経平均株価は高値を更新する一方で、長期金利は一時29年ぶりの高水準となった。地政学リスクが燦る中で、経済の先行きには依然として不透明感がぬぐえない。

### 主要国実質GDP見通し＜要約表＞（2026年4月21日時点）

	2025年			2026年				2027年	2024年 2025年 2026年 2027年			
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	(下線及び斜字は年度)			
日本	2.4	-2.6	1.3	2.0	1.1	1.1	1.0	1.0	-0.2	1.2	1.0	1.0
									<u>0.5</u>	<u>1.0</u>	<u>1.0</u>	<u>0.9</u>
米国	3.8	4.4	0.5	1.5	1.9	2.2	2.3	2.3	2.8	2.1	2.0	2.2
ユーロ圏	0.6	1.2	0.8	1.1	0.8	1.0	1.3	1.4	0.9	1.4	1.0	1.3
英国	0.8	0.3	0.2	1.9	0.9	1.1	1.6	1.4	1.1	1.4	1.0	1.4
中国	5.2	4.8	4.5	5.0	4.4	4.4	4.2	4.1	5.0	5.0	4.5	4.2
ブラジル	2.4	1.8	1.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	2.3	2.0	1.9
インド	6.7	8.4	7.8	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	<u>7.1</u>	<u>7.6</u>	<u>7.0</u>	<u>7.0</u>
ロシア	1.0	0.8	1.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	1.0	0.9	0.9

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率。

(出所) 各種統計より大和総研作成

# 日本経済 2026年4月

## 中東情勢緊迫による景気下振れリスク上昇で4月利上げは見送りか

神田 慶司  
中村 華奈子  
ビリング 安奈  
横田 凱

### [要約]

- 中東情勢の緊迫を背景に、原油などのエネルギー価格が高止まりしている。その影響はいずれエネルギー以外の財・サービス価格にも幅広く波及するだろう。原油、天然ガス、石炭の価格は平均して紛争発生前から30%超上昇したが、ガソリン補助金の効果を考慮しつつ、産業連関表をもとに国内の消費者物価への影響を試算すると、「全面転嫁シナリオ」で+0.73%程度、「部分転嫁シナリオ」（エネルギー関連では全面転嫁、それ以外は50%転嫁）で+0.26%程度となる。
- 日本の原油輸入量対実質GDP比は第1次石油危機時（1973年度）で51ペタ・ジュール（PJ）/兆円だった。それが2024年度には9PJ/兆円まで低下するなど、原油高に対する日本経済の耐性は石油危機時から大幅に高まった。一方、輸入原油の中東依存度は同期間で78%から96%へと上昇しており、中東情勢により脆弱な経済構造になった。中東情勢の緊迫が長期化するリスクに備え、石油備蓄を有効に活用するためにも、政府はガソリン補助金の縮小に関する条件やスケジュールなどを早期に示すとともに、家計や企業などに省エネの取り組みを促すべきだ。
- 日銀短観の2026年3月調査では、業況の先行きに対する企業の警戒感の強まりが示されたほか、中長期の期待インフレ率の高まりや、緩和的な金融環境の維持といった点も注目される。一方、非製造業の産出デフレーターなどからCPI上昇率の背景を整理すると、賃上げによる物価上昇圧力が2024年頃から強まっており、2026年も続くとみられる。こうした状況を踏まえると、金融緩和の度合いを調整するために日銀が利上げを継続する必要性は大きい。だが、原油の供給不足が発生した場合の日本経済への打撃は大きく、4月の金融政策決定会合では中東情勢などを見極めるため、日銀は現状維持を決定するとみられる。仮に事態が改善に向かえば、早ければ6月にも追加利上げを行うだろう。

## 1. 中東情勢の緊迫による国内物価への影響

日本経済は「物価の上振れ」と「景気の下振れ」の2つのリスクを抱える状況に

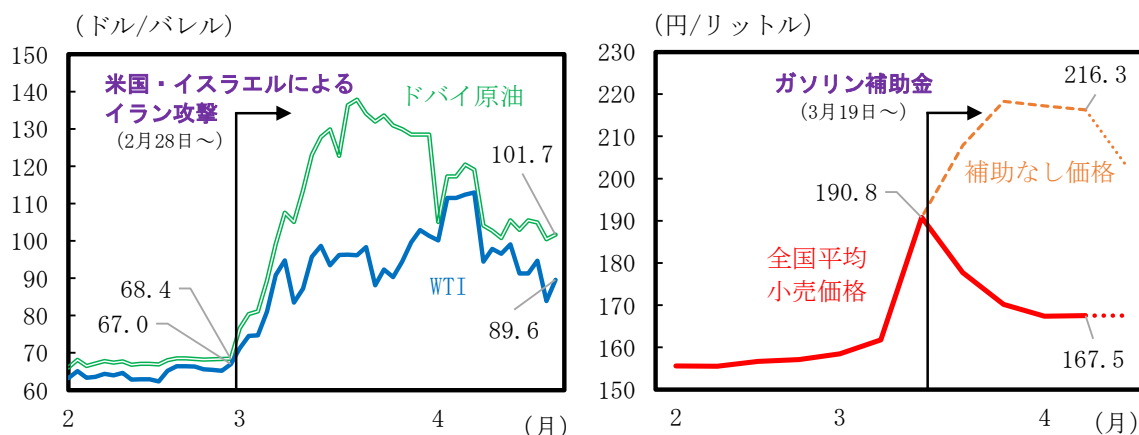
中東情勢の緊迫が続いている。米国とイランは2026年4月7日に一時停戦で合意したが、和平交渉は本稿執筆時点で難航している。世界の石油供給の約2割が通過していたホルムズ海峡は実質的に封鎖されたままであり、紛争発生前で70ドル/バレル弱だったドバイ原油やWTIの先物価格は直近（4月20日終値）でそれぞれ101.7ドル/バレル、89.6ドル/バレルと高止まりしている（**図表1左**）。

輸入原油の9割超を中東産に依存する日本経済は、価格と数量の両面で悪影響を受けやすい。中東情勢の悪化を受け、政府は原油・石油製品の安定供給に向けた取り組みを進めつつ、緊急的激変緩和措置として燃料油価格に対する支援を3月19日に開始した<sup>1</sup>。このうちガソリンについては、全国平均小売価格が170円/リットル程度を超える部分について補助を行っている（**図表1右**）。

中東情勢の緊迫が長期化すれば、原油高の影響はエネルギー以外の財やサービスの価格にも幅広く波及し、国内の物価上昇圧力は一段と高まる。また、一部の企業が減産や受注停止を余儀なくされるなど経済活動への影響も顕在化し始めている。輸入原油の不足が続くほど、石油備蓄の取り崩しや代替調達などでは対応が難しくなり、経済活動は供給面から強く抑制されるだろう。

「物価の上振れ」と「景気の下振れ」という2つのリスクが高まる中、4月27、28日には金融政策決定会合が開催される。中東情勢の先行き不透明感が強い中、日本銀行（日銀）は難しい政策判断を迫られている。

図表1：2026年2月以降の原油価格（左）と国内のガソリン価格（右）の推移



（注）左図は終値の日次データで、ドバイ原油・WTIともに期近の先物価格。右図は週次データで、直近（4/20）のガソリン価格は前週と同じ167.5円/リットルと想定し、4/16～22の補助額（35.5円/リットル）を上乗せすることで補助なし価格を算出。「ガソリン補助金」（中東情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置）は、軽油や重油なども補助の対象としている。

（出所）Bloomberg、資源エネルギー庁統計より大和総研作成

<sup>1</sup> 資源エネルギー庁「イラン情勢を踏まえた緊急的激変緩和措置について」（2026年3月11日）

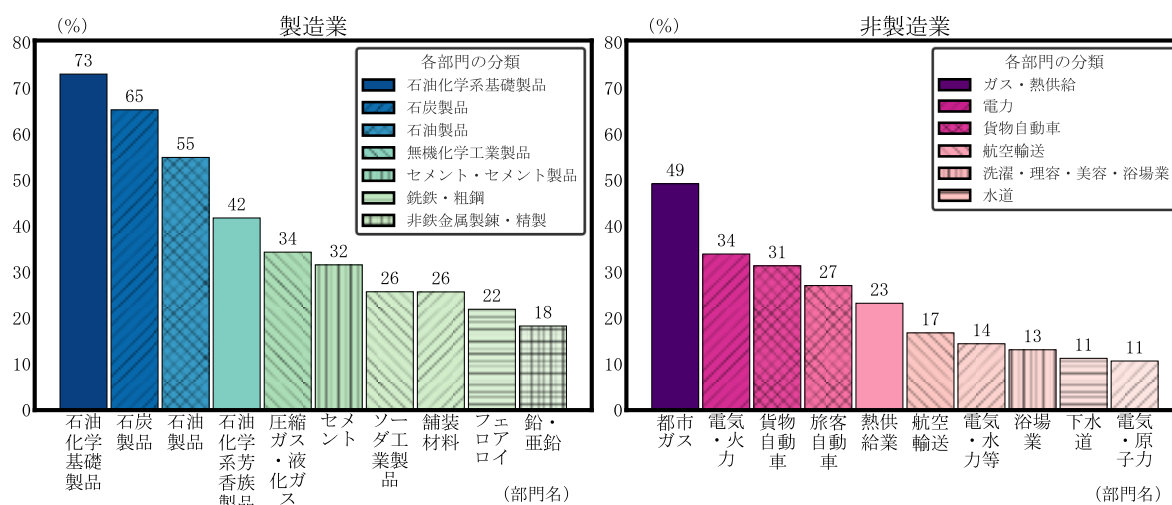
## 原油高の影響はエネルギー以外の財やサービスの価格にも幅広く波及

2026年3月24日に公表した当社の「[日本経済見通し：2026年3月](#)」では、原油価格の高騰と原油・液化天然ガス（LNG）の供給不足が続いた場合の日本の実質GDPへの影響などを検討した。3月10日時点の2026年度の実質GDP成長率見通しは+1.0%だったが、仮にWTIが150ドル/バレルで推移し、ホルムズ海峡周辺国からの原油・LNG輸入が10%減少して供給不足が国内外で発生すれば、成長率は▲1.0%へとマイナスに転じる。

今回は、日銀の金融政策への影響を検討する観点から、中東情勢の緊迫による国内物価への影響をより詳しく分析する（金融政策については後述）。

**図表2**では2020年産業連関表を用いて、「原油関連製品」への依存度が高い10部門を製造業と非製造業に分けて示している。ここでは、原油、石油製品、電気、都市ガスに加え、中東情勢の悪化で価格が上昇している石炭<sup>2</sup>や天然ガスを含めて「原油関連製品」と定義し、これらの中間投入額の合計が各部門の国内生産額に占める比率を依存度として算出した。なお、部門ごとの影響を詳細に捉えるため、産業連関表のうち最も分類の細かい基本分類（391部門）を用いた。

図表2：「原油関連製品」への依存度の高い10部門



(注) 2020年産業連関表に基づく。基本分類のうち、原油、石油製品、石炭、天然ガス、電気、都市ガスを「原油関連製品」と定義し、これらの中間投入額の合計が各部門（391部門）の国内生産額に占める割合を算出。凡例の「各部門の分類」は産業連関表の中分類ベース。簡略化のため、一部部門の表記を変更。非製造業のうち、公共サービスやその他のサービスに該当する部門は除く。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

製造業では、石油化学系基礎製品、石炭製品、石油製品といった部門や、無機化学工業製品、セメント・セメント製品、銑鉄・粗鋼などの素材部門で「原油関連製品」への依存度が高い。

<sup>2</sup> 中東情勢の緊迫化によるLNG（液化天然ガス）の価格急騰や供給懸念を背景に、発電用燃料として相対的に調達安定している石炭への代替需要が急増し、石炭価格も上昇している。詳細は「『中東緊迫で石炭価格にも上昇圧力』LNGから転換需要、識者に聞く」（2026年3月7日、日本経済新聞 電子版）を参照。

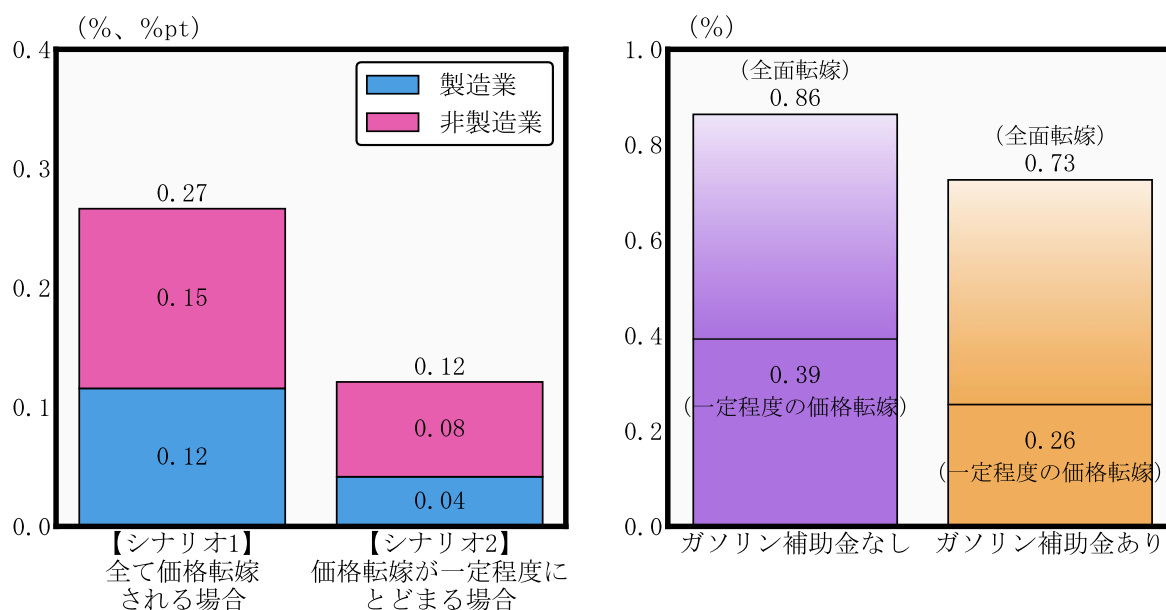
非製造業でも、都市ガスに加え、火力や水力、原子力などの電力部門、貨物自動車や旅客自動車、航空輸送といった輸送部門など、燃料や電力を大量に使用する部門で依存度が高い。このことは、原油高が非製造業を含めたサプライチェーン全体を通じて物価に影響を及ぼす可能性を示唆している。

### 原油・天然ガス・石炭価格の10%上昇は消費者物価を最大0.27%押し上げ

こうした産業構造をもとに、原油・天然ガス・石炭の価格が10%上昇した場合の消費者物価への影響を試算したのが**図表3左**である<sup>3</sup>。

エネルギー価格が上昇した際に、企業がコストの増加分を販売価格にどの程度転嫁するかによって消費者物価への影響は大きく変わる。そこで**図表3左**では、全面的に価格転嫁される「シナリオ1」と、エネルギー関連では全面転嫁され、それ以外は50%転嫁<sup>4</sup>される「シナリオ2」、の2つを想定した。

**図表3：原油・天然ガス・石炭価格が10%上昇した場合の消費者物価への影響（左）、足元のエネルギー価格動向（原油・天然ガス・石炭価格+32%）を踏まえた物価の押し上げ幅（右）**



(注) 2020年産業連関表の中分類に基づく。【シナリオ2】では、原油等のコスト上昇による影響を直接受ける石炭・原油・天然ガス部門に加え、料金制度上、燃料価格の変動が原則として料金に反映される仕組みを有する電気部門やガス・熱供給部門については転嫁率を100%とする一方、それ以外の部門については転嫁率が50%に抑えられると想定。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

<sup>3</sup> 詳細は、中村華奈子「[原油高の国内への波及経路と価格転嫁率を踏まえた消費者物価への影響](#)」（大和総研レポート、2026年4月17日）を参照。なお、想定するエネルギー価格上昇率の違いにより、本稿の**図表3右**で示した試算結果とは0.2%ptほどの差が生じている。

<sup>4</sup> 中小企業庁「[価格交渉促進月間の実施とフォローアップ調査結果](#)」によると、直近（2025年9月時点）の中小企業における価格転嫁率はコスト全体で53.5%であった。中小企業は大企業と比べて交渉力が相対的に弱いと考えられることを踏まえると、この水準は経済全体の価格転嫁率の下限的な目安とみなすことができる。

シナリオ 1 における消費者物価への影響は+0.27%と試算される。内訳を見ると、製造業が+0.12%pt、非製造業が+0.15%pt と非製造業の押し上げ幅の方が大きい。電力・ガスや輸送といった基幹サービスの価格上昇が家計負担に反映されやすいためとみられる。一方、シナリオ 2 における消費者物価への影響は+0.12%（製造業：+0.04%pt、非製造業：+0.08%pt）にとどまる。

足元の商品市況を踏まえると、原油、天然ガス、石炭の価格は平均して紛争発生前から 30% 超上昇した<sup>5</sup>。これを上記の試算結果に当てはめると、消費者物価への影響は+0.39%～+0.86%程度になるが、前出のガソリン補助金によって+0.26%～+0.73%程度に抑えられる（**図表 3 右**）。

原油価格などが高止まりする中で企業が価格転嫁を積極的に進めると、消費者物価は 1% 近く押し上げられ、基調的なインフレ率にも影響を及ぼし得る一方、家計の購買力の低下を通じて景気を悪化させる。価格転嫁が緩やかな場合は物価への影響が抑制されるものの、企業収益が圧迫されて賃金や設備投資などに下押し圧力がかかる。また、原油高が長引くほどガソリン補助金を継続することが困難になり、縮小や廃止を通じて物価が押し上げられることも考えられる。企業の価格設定行動などを踏まえた今後の物価動向には引き続き注視が必要だ。

### 原油高に対する日本経済の耐性は石油危機時から大幅に高まった一方、中東依存リスクも上昇

中東情勢の緊迫によるホルムズ海峡の実質的な封鎖は、日本経済の中東依存の強さを浮き彫りにした。もっとも、1970 年代には 2 度の石油危機（オイルショック）を経験しており、中東依存による地政学的リスクの大きさは以前から広く認識されていた。日本のエネルギー輸入や中東依存度は 1970 年代からどのように変化してきたのだろうか。

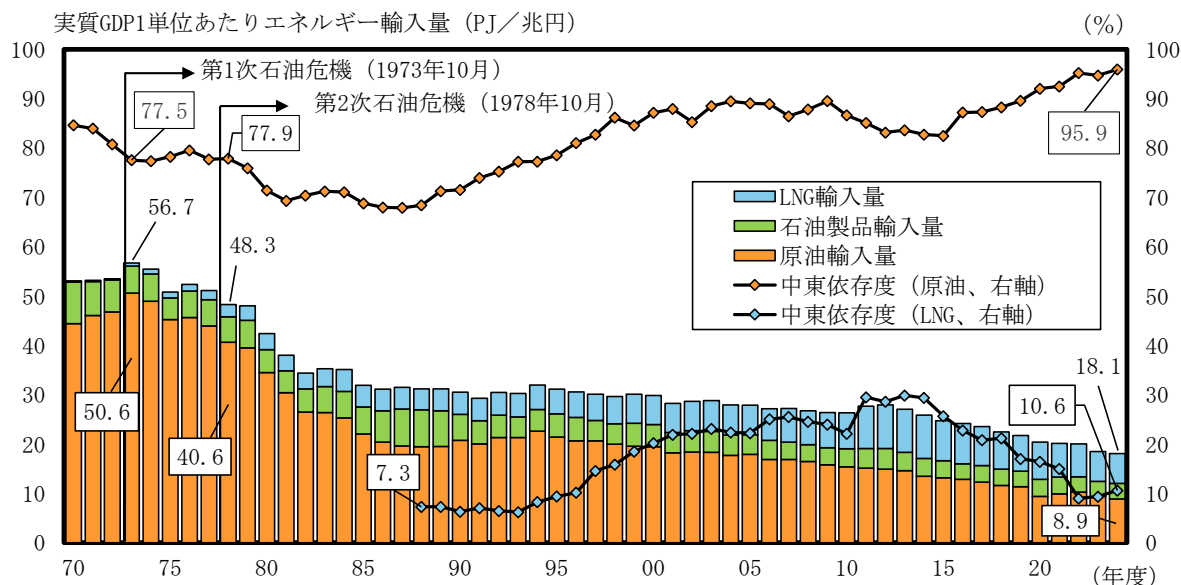
**図表 4** では、原油・石油製品（ナフサなど）・LNG の輸入量を実質 GDP1 単位あたりで示している。第 1 次石油危機が発生した 1973 年度における原油の輸入量対 GDP 比は 50.6 ペタ・ジュール（PJ）/兆円（石油製品・LNG との合計で 56.7PJ/兆円）だった。それが、第 2 次石油危機が発生した 1978 年度には 40.6（同 48.3）PJ/兆円になり、直近の 2024 年度では 8.9（同 18.1）PJ/兆円へと大幅に低下した。

背景には、石油危機を契機に政府が省エネ政策を継続的に推進し、民間のエネルギー需要が減少したり省エネ技術が進展したりしたこと（自動車の燃費向上など）や、原油を代替する形で LNG 輸入が拡大したことなどがある<sup>6</sup>。その結果、日本経済の原油高に対する耐性は石油危機時と比べて大幅に高まったといえよう。

<sup>5</sup> 米国・イスラエルによるイラン攻撃直前である 2 月 27 日と、4 月 20 日時点のドバイ原油現物価格および豪州産石炭先物価格の変化率を用い、天然ガスについては原油と同じ変化率と仮定したうえで、産業連関表の国内生産額をウェイトとして加重平均し、石炭・原油・天然ガス部門の価格変化率を算出した。

<sup>6</sup> 資源エネルギー庁「令和 5 年度エネルギーに関する年次報告」（2024 年 6 月 4 日）

図表 4：エネルギー輸入量（実質 GDP1 単位あたり）と原油・LNG の中東依存度



(注) 中東依存度は輸入総量に占める中東産の割合で、LNG についてはデータ制約により 1988 年度から掲載。1993 年度以前の実質 GDP は旧基準のデータで遡及。

(出所) 経済産業省、資源エネルギー庁、財務省、内閣府より大和総研作成

もともと、日本の輸入原油量に占める中東産の割合は第1次石油危機時に77.5%、第2次石油危機時に77.9%だったが、直近の2024年度では95.9%へと高まった(図表4)。中東依存度が直近で10.6%にとどまるLNGとは対照的だ。アジアの産油国は内需拡大で輸出余力が乏しくなり、2022年2月に始まったロシアのウクライナ侵略でサハリンなどからの安定供給も見込みにくくなったことや、原油の国内需要の減少が続く中で日本の石油元売り企業は収益を確保するため、原油の調達先を中東に集中させたことなどが背景にある<sup>7</sup>。

2度の石油危機を経て増強された石油備蓄により、当面は国内で原油不足が発生する可能性は低い。だが、資源エネルギー庁によると、2026年2月末で243日分だった石油備蓄は取り崩しが進み、直近の4月18日時点で216日分(推計値の速報ベース)まで減少した。5月から6月にかけて200日分を割り込むとみられる<sup>8</sup>。中東情勢の緊迫が長期化するリスクに備え、石油備蓄を有効に活用するためにも、政府はガソリン補助金の縮小に関する条件やスケジュールなどを早期に示すとともに、家計や企業などに省エネの取り組みを促す必要がある。

<sup>7</sup> 「安い石油の終わり 高い中東依存、次の『ブラックスワン』に備えよ」(2026年4月19日、日本経済新聞 電子版)などを参照。

<sup>8</sup> 政府は2026年5月上旬以降に約20日分の国家備蓄を追加放出する方針である。さらに民間備蓄についても、4月16日から当面1カ月間、民間に義務付けている保有量を従来の70日分から55日分に引き下げた。そのため保有義務の超過分(4月18日時点で24日分)の一部が今後放出される可能性がある。

## 2. 日銀は4月会合で政策を維持するも、利上げ姿勢を示す見込み

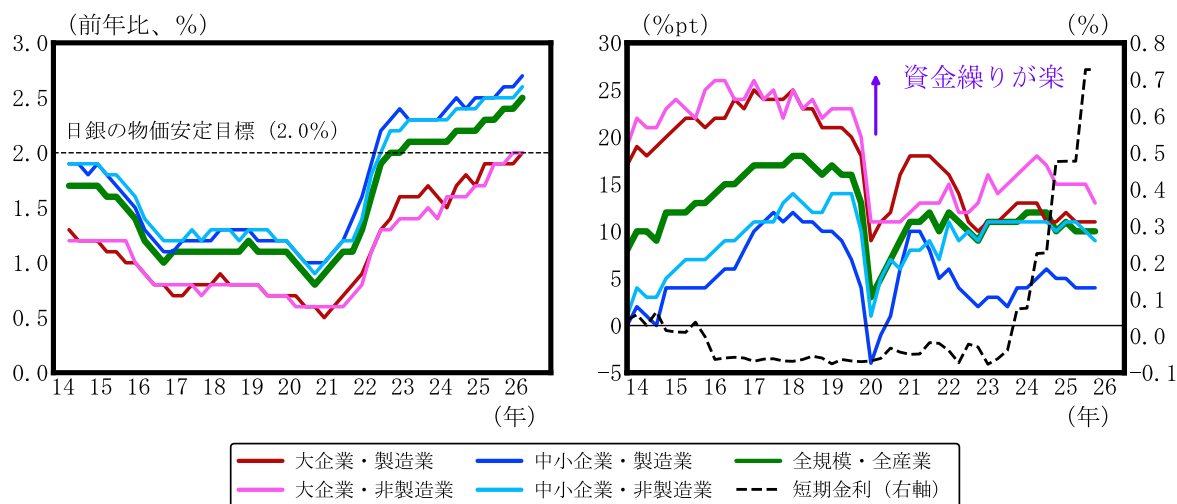
### 3月短観の結果は企業の期待インフレ率の高まりや緩和的な金融環境の維持などを示唆

前述のように、2026年4月27、28日には金融政策決定会合が開催される。中東情勢の緊迫で「物価の上振れ」と「景気の下振れ」という2つのリスクが高まる中、日銀がどちらをより重視するかが政策判断を左右するだろう。

そこでまず、4月1日公表の日銀短観3月調査（以下、3月短観）から足元の経済・物価動向を確認すると<sup>9</sup>、業況判断DI（「良い」－「悪い」、最近）は全規模・全産業で+18%ptと前回調査から変わらず、比較的高水準を維持した。だが、同DI（先行き）は7%pt低下しており、中東情勢の悪化や原油高などを受け、製造業、非製造業ともに業況の先行きに対する警戒感が強まった。

3月短観で特に注目されたのが、①企業の消費者物価見通し、②これまでの利上げによる金融環境への影響、の2つである。前者については、「1年後」「3年後」「5年後」の消費者物価指数（CPI）<sup>10</sup>の前年比を企業に尋ねているが、3月短観では全規模・全産業でいずれも高まった。図表5左では、このうち5年後のCPI上昇率見通しを企業規模別・業種別に示している。中小企業では業種を問わず、日銀の物価安定目標と整合的な前年比2.0%を上回った後も緩やかな加速傾向が見られ、3月短観では同2.6～2.7%へと高まった。大企業では、非製造業だけでなく製造業でも同2.0%に達した。原油高が長引けば、企業の中長期的な期待インフレ率は一段と高まり、積極的な価格転嫁を通じてインフレ率を押し上げる可能性がある。

図表5：企業の5年後のCPI上昇率見通し（左）と資金繰り判断DI・短期金利（右）



(注) 左図は日銀短観で「物価全般の見通し (前年比)」と示されているが、調査票には「物価全般 (消費者物価指数をイメージしてください)」と記載されているため、企業のCPI上昇率見通しとして扱った。右図の短期金利は無担保コール0/N物の期末値。

(出所) 日本銀行統計より大和総研作成

<sup>9</sup> 3月短観の詳細は、中村華奈子「[2026年3月日銀短観](#)」(大和総研レポート、2026年4月1日)を参照。

<sup>10</sup> 日銀短観では「物価全般の見通し (前年比)」と示されているが、調査票には「物価全般 (消費者物価指数をイメージしてください)」と記載されているため、本稿ではCPI上昇率見通しとして扱う。

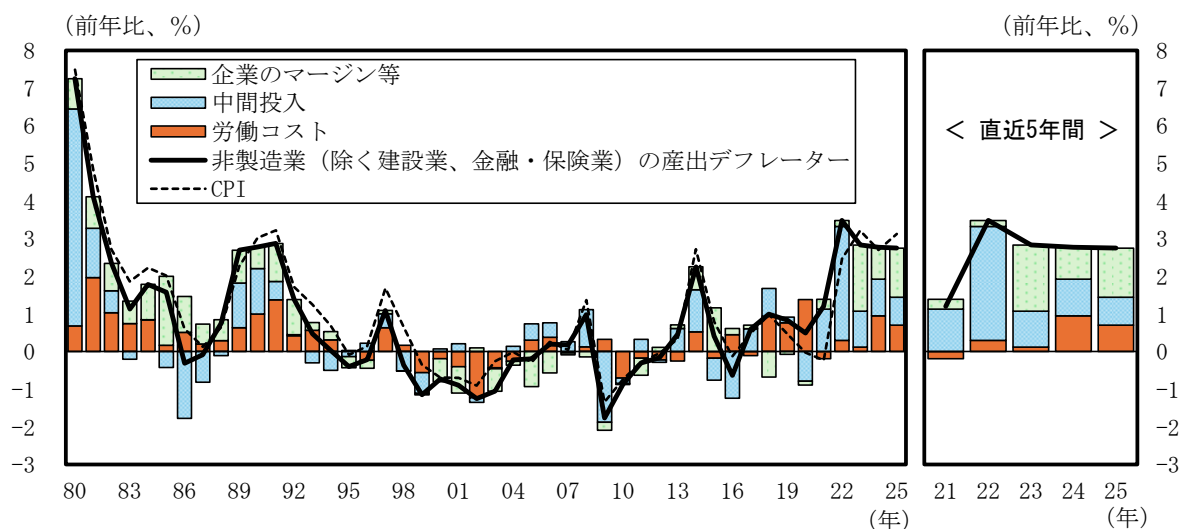
後者については、日銀は2024年3月から2025年12月にかけて短期金利（無担保コール0/N物）を段階的に引き上げてきた。これによる金融環境への影響を資金繰り判断DI（「楽である」－「苦しい」）で確認すると、全規模・全産業のDIは10%ptと2024年3月比で1%ptの低下幅にとどまる（図表5右）。3月短観でDIが低下した非製造業でも大企業、中小企業ともに比較的高水準にあるなど、緩和的な金融環境は維持されているとみられる<sup>11</sup>。

### 賃上げによる物価上昇圧力は2026年も続き、物価上昇の持続性は一段と高まる見込み

一方、高水準の賃上げ継続などにより、物価上昇の持続性は高まっている。図表6は日銀(2026)<sup>12</sup>を参考に、CPIが小売業やサービス業といった非製造業の販売価格であることに着目し、GDP統計における非製造業の産出デフレーターの前年比を「労働コスト」「中間投入」「企業のマージン等」に要因分解することで、CPI上昇率の長期的な背景を整理したものである。

日本経済は1990年代の終盤から2010年代前半にかけてデフレに陥ったが、その期間の産出デフレーター上昇率に対する「労働コスト」要因の寄与はマイナスかゼロ近傍で推移した。第2次石油危機に直面していた1980年や、WTIが一時150ドル/バレル近くまで上昇するなど資源価格が高騰した2008年などでは主に「中間投入」要因が物価を押し上げており、最近では2022年に同様の動きが見られた。

図表6：非製造業における産出デフレーターの要因分解とCPIの長期推移



(注) CPIが小売業やサービス業といった非製造業の販売価格であることに着目し、非製造業（除く建設業と金融・保険業）の産出デフレーターの前年比（対数階差で近似）を要因分解することで、CPI上昇率の長期的な背景を整理。「労働コスト」要因は単位労働コスト（＝名目雇用者報酬÷実質GDP）の寄与で、2025年の名目雇用者報酬は賃金・雇用統計で延長。1994年以前の産出デフレーター上昇率等は旧基準のデータで遡及。（出所）内閣府、総務省、厚生労働省より大和総研作成

<sup>11</sup> 金融機関の貸出態度判断DI（「緩い」－「厳しい」）は2019年頃から低下傾向にあるものの、3月短観では全規模・全産業で+13%ptと、量的・質的金融緩和が実施されていた2013年12月並みの水準にある。

<sup>12</sup> 日本銀行（2026）「経済・物価情勢の展望」（2026年1月26日）

春闘での賃上げ率が大幅に高まったのは2023年だが、**図表6**から判断すると、賃金面からの物価上昇圧力として明確に表れたのは2024年である。また、賃金・雇用統計から補完推計した2025年の「労働コスト」要因は比較的高水準にあり、前年に続いて物価を押し上げたようだ。

日本労働組合総連合会（連合）が公表した2026年春闘の第4回回答集計結果<sup>13</sup>によると、定期昇給（定昇）相当込みの賃上げ率は4月14日時点で平均5.08%、300人未満の中小企業では同4.84%だった<sup>14</sup>。いずれも前年同時期から小幅に低下したものの、全体では3年連続で5%台に乗せ、大企業と中小企業の賃上げ率格差は縮小した。幅広い企業で高水準のベースアップ（ベア）が実施されることで、物価上昇の持続性は一段と高まるとみられる。

### 日銀は4月会合で現状維持を判断するとみられるが、早ければ6月にも追加利上げか

こうした状況を踏まえると、賃金と物価の循環的な上昇が続く中で金融緩和の度合いを調整し、インフレ率や中長期のインフレ期待を前年比2%程度で安定させるためにも、日銀が利上げを継続する必要性は大きい。また、為替市場では金融緩和の長期化による円安の進行といった副作用も懸念される。

だが、中東情勢は予断を許さず、景気の下振れリスクは徐々に高まっている。前述のように、原油の供給不足が発生した場合の日本経済への打撃は大きく、マイナス成長に転じる可能性もある。そのため4月の金融政策決定会合では、日銀は利上げの必要性を示しつつも、中東情勢やそれによる国内外の経済活動への影響を見極めるため、金融政策の現状維持を判断するとみられる。

その後も中東情勢に大きく左右されるものの、仮に事態が改善に向かえば、日銀は早ければ6月にも短期金利を0.25%pt引き上げるだろう。利上げ後もインフレ率を差し引いた実質短期金利は大幅なマイナス圏にあるため、日銀は経済・物価・金融情勢を注視しつつ、半年に一度程度のペースで0.25%ptの追加利上げを当面行うとみている。

<sup>13</sup> 日本労働組合総連合会（連合）「全体は5%台の高水準！中堅・中小組合の健闘も続く！ ～2026春季生活闘争 第4回回答集計結果について」（2026年4月17日）

<sup>14</sup> 2026年春闘については当社の「[日本経済見通し：2026年3月](#)」で取り上げた。

図表 7 : 日本経済見通し&lt;第 228 回日本経済予測 改訂版 (2026 年 3 月 10 日)&gt;

	2025			2026				2027				2028	2024	2025	2026	2027
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)	年度 (暦年)
実質GDP(年率、兆円)	593.8	589.9	591.9	594.7	596.3	598.0	599.4	601.0	602.3	603.6	604.9	606.2	586.8	592.6	598.7	604.3
<前期比、%>	0.6	-0.7	0.3	0.5	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2				
<前期比年率、%>	2.4	-2.6	1.3	2.0	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8	0.9				
<前年同期比、%>	2.1	0.7	0.4	0.8	0.5	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9	0.5	1.0	1.0	0.9
													(-0.2)	(1.2)	(1.0)	(1.0)
民間消費支出(前期比、%)	0.2	0.5	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.5	1.1	0.8
民間住宅投資(前期比、%)	0.0	-8.4	4.9	0.0	-0.2	-0.6	-0.8	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-0.7	-3.7	-1.1	-3.7
企業設備投資(前期比、%)	1.2	0.0	1.3	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	2.3	1.7	1.5
政府消費支出(前期比、%)	0.7	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	2.3	0.9	1.5	1.6
公共投資(前期比、%)	0.2	-1.3	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	-1.1	0.1	0.8
輸出(前期比、%)	1.9	-1.4	-0.3	0.0	0.4	0.6	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6	1.6	1.9	0.9	2.7
輸入(前期比、%)	1.4	-0.1	-0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	3.2	2.8	1.4	2.9
名目GDP(前期比年率、%)	9.0	-0.2	3.5	1.3	1.5	4.3	2.8	2.6	2.6	2.6	2.6	2.4	3.7	4.2	2.3	2.7
GDPデフレーター(前年同期比、%)	3.2	3.5	3.4	2.6	1.1	1.2	1.2	1.7	2.0	1.7	1.7	1.7	3.2	3.2	1.3	1.8
鉱工業生産(前期比、%)	0.4	0.0	0.8	-0.2	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	-1.4	0.9	1.2	1.4
コアCPI(前年同期比、%)	3.5	2.9	2.8	1.7	1.5	1.8	1.9	2.4	2.0	2.0	2.0	2.0	2.7	2.7	1.9	2.0
失業率(%)	2.5	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.5	2.5	2.4	2.3
コールレート(期末値、%)	0.48	0.48	0.73	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	1.50	1.50	1.75	1.75	0.48	0.75	1.25	1.75
10年物国債利回り(%)	1.41	1.60	1.84	2.17	2.27	2.33	2.42	2.47	2.53	2.59	2.65	2.71	1.08	1.75	2.37	2.62
前提																
原油価格(WTI、ドル/バレル)	63.7	65.0	59.1	73.0	84.9	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	70.0	74.4	65.2	73.7	70.0
為替レート(円/ドル)	144.6	147.5	154.1	156.6	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	157.8	152.5	150.7	157.8	157.8

(注) 網掛け部分は大和総研予想。原油価格の予測値は 2026 年 4-6 月期にかけて低下し、7-9 月期以降は一定と想定。為替レートの予測値は直近の水準で一定と想定。

(出所)大和総研

# 米国経済 消費維持に必要な雇用者数は？

現状の雇用者数の伸びでは消費に緩やかな下押し圧力が生じやすい

矢作 大祐  
藤原 翼

## [要約]

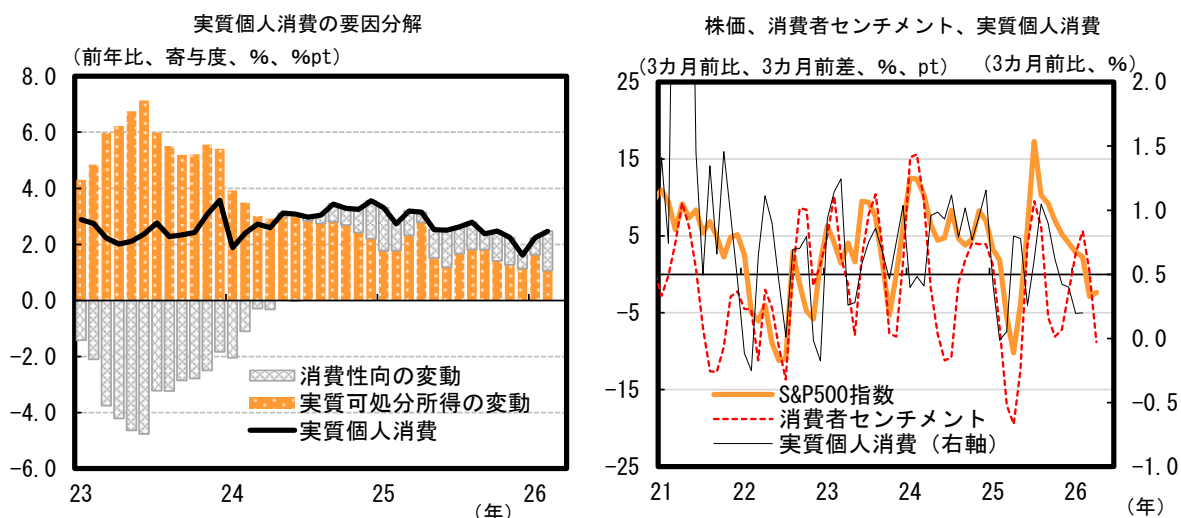
- 中東情勢は一時停戦により緩やかに落ち着きを見せつつあるものの、長期的な停戦の実現やホルムズ海峡の通航正常化にはなお不透明感が残る。原油価格はピークからやや低下したとはいえ、中東情勢の混乱前対比では高水準にあり、ガソリン価格や電気代の上昇を通じて家計の実質購買力を下押しすることが懸念される。もともと雇用環境の緩やかな悪化や貯蓄率の低下により消費の持続力は弱まりつつあり、株価調整の影響も加わって、個人消費には下振れ圧力がかかりやすい状況にある。
- 2025 年の減税による税還付は短期的な下支え要因となっているが、その効果が剥落する中で原油高が続けば、消費の減速圧力は一段と強まる可能性がある。金融政策面でも、インフレ再加速を受けて利下げは先送りされる公算が大きく、需要面からの下支えは期待しにくい。
- こうした中、個人消費の持続性を左右する鍵は雇用動向にある。足元の雇用者数の増加は消費維持に必要な水準を上回っているが、原油高による実質賃金の押し下げを考慮すると、必要な雇用増加ペースは大きく切り上がり、現状では個人消費に緩やかな下押し圧力が生じやすい。さらに、企業収益の伸び悩みや不確実性の高まりを背景に、雇用の先行指標には減速の兆しも見られる。雇用調整が本格化する前に、中東情勢の安定化が進むかが米国経済の下振れリスクを考える上で重要となる。

## 一時停戦下でも続く原油高が、個人消費の下振れリスクに

2月末からの米国・イスラエルとイランの間の武力衝突は、4月7日に2週間の時限的な停戦に至った。また、レバノンを中心に、イスラエルと親イラン組織とされるヒズボラの間で継続していた武力衝突に関しても、4月16日に10日間の時限的な停戦に合意した。中東情勢の悪化は緩やかに収束方向に進みつつあるように映るが、長期的な停戦が実現できるか、ホルムズ海峡の通航が正常化するかについては依然として不透明感が強い状況が続いている。原油価格も4月上旬をピークにやや低下したものの、中東情勢の悪化前に比べて高水準で推移している。

原油高に伴う主な懸念材料は、ガソリン価格や電気代の上昇を通じた家計の実質的な購買力の低下だ。中東情勢の悪化以前から雇用環境は緩やかに悪化しており、実質可処分所得の増加による実質個人消費の押し上げ幅は縮小していた（図表1左図）。その中で、消費性向の上昇が実質個人消費を下支えしてきた。他方で、足元の貯蓄率は4%程度まで低下しており、消費性向の上昇余地は限られつつある。また、米主要株価指数は足元で上昇傾向にあるものの、金融リスクの高まりや中東情勢の悪化を受けた2026年1-3月期にかけての株価調整が消費者マインドを冷やし、短期的には個人消費の重石となり得る（図表1右図）。

図表1 実質個人消費の要因分解、株価、消費者センチメント、実質個人消費



(出所) BEA、S&P、ロイター/ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

他方で、個人消費の下支え要因としては、2025年7月に成立したトランプ減税2.0に伴う個人所得税の還付が挙げられる。2026年4月初の時点で税還付額は累計2,400億ドル程度と、前年同期比+14.5%、金額ベースで約300億ドルの上振れとなった。株価調整の影響を受けやすい高所得層においても、税還付による所得の押し上げは一定の安心材料となろう。問題は、こうした税還付による所得の押し上げが一巡する5月以降も原油高が続いた場合だ。原油高に伴う実質個人消費の下押しは、需給ギャップの縮小を通じて先行きのインフレ圧力を抑制し得る一方で、企業収益の悪化等を通じて景気全体の下振れリスクを高める。米政府は、環境規制やエネルギー輸出規制の見直しといったエネルギー需給の緩和や、一部州におけるガソリン税の

一時停止といった家計の負担軽減を狙った政策対応を進めている。ただし、国際市況の影響を強く受けるエネルギー価格を国内のエネルギー需給緩和策で大きく低下させられるか、そして、一部州の対応で米国全体の景気への悪影響を緩和できるかは楽観視できない。

金融政策については、3月のCPIが前年比+3.3%と、2月の同+2.4%から大きく上昇し、利下げを制約している。現時点での原油高の影響はエネルギー価格の上昇が中心だが、高止まりすれば輸送費の上昇などを通じて財価格にも波及する可能性がある。3月のFOMCではインフレが期待通り収まるのであれば将来的な利下げは妥当としつつも、足元のインフレ状況を踏まえ利下げの先送りスタンスが強まった。つまり、FRBによる利下げ時期は先送りの方向へと変化しており、足元は市場でも2026年内はFF金利据え置きとの見方が優勢だ。

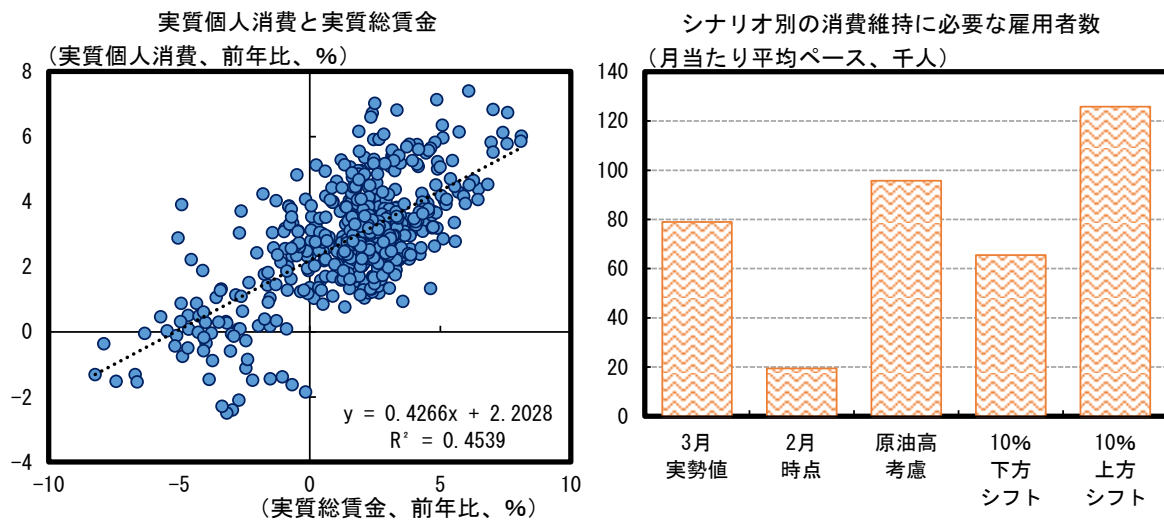
## 個人消費を維持するために必要な雇用者数のペースは？

税還付に次ぐ景気下支え策が期待しにくい中で、景気の先行きを左右する個人消費の源泉として、雇用環境の好不調が改めて問われる局面を迎えている。3月の雇用統計では、2月に大幅に落ち込んだ非農業部門雇用者数が、民間部門雇用者数の増加に押し上げられる形で持ち直した。振れの大きさを踏まえ、3カ月移動平均で基調を確認すると、非農業部門雇用者数は前月差+6.8万人、民間部門雇用者数は同+7.9万人（図表2右図、3月実勢値）と、2025年以降でみれば相対的に高水準となり、家計所得の下振れ懸念を一定程度和らげる結果といえる。

では、こうした雇用者数の伸びは、実際に個人消費を維持する上で十分なのだろうか。家計所得の大部分を占める実質雇用者報酬に相当する実質総賃金（＝民間部門雇用者数×民間部門労働時間×民間部門実質賃金）は、実質個人消費と概ね正の相関を示している（図表2左図）。ここで、労働時間は過去の比較的安定した推移が今後も続くと仮定し、実質賃金は2月までのトレンドに沿って推移すると想定すると、実質個人消費が2024～2025年の平均的な伸びを維持するために必要な民間部門雇用者数の増加幅（対消費ブレイクイーブン雇用者数）は、月当たり2万人程度となる（図表2右図、2月時点）。足元の民間部門雇用者数の3カ月移動平均の伸びはこれを上回っており、現時点では個人消費が大きく下振れするリスクは相対的に小さい。

他方で、足元の原油高が家計に与える影響を考慮し、WTIの先物カーブ（4月平均）を基にしたCPIの押し上げ分を実質賃金の算出に反映すると、対消費ブレイクイーブン雇用者数は月当たり10万人弱へと上昇する（図表2右図、原油高考慮）。この場合、3月の民間部門雇用者数の3カ月移動平均が対消費ブレイクイーブン雇用者数を下回ることになる。このため、実質個人消費には当面の間緩やかな下押し圧力がかかりやすい環境が想定される。なお、WTIの先物カーブが10%下方に平行シフトした場合の対消費ブレイクイーブン雇用者数は月当たり7万人弱（図表2右図、10%下方シフト）、10%上方に平行シフトした場合は13万人弱となる（図表2右図、10%上方シフト）。原油価格が下振れした場合には足元の雇用環境でも個人消費の平均的な伸びが維持され得る一方、原油高が一段と進めば、現在の雇用者数の増勢では一層不十分となり、個人消費に強い下押し圧力がかかる恐れがある。原油価格の動向次第で、対消費ブレイクイーブン雇用者数も大きく変動し得る点には留意が必要だろう。

図表 2 実質個人消費と実質総賃金、シナリオ別の消費維持に必要な雇用者数

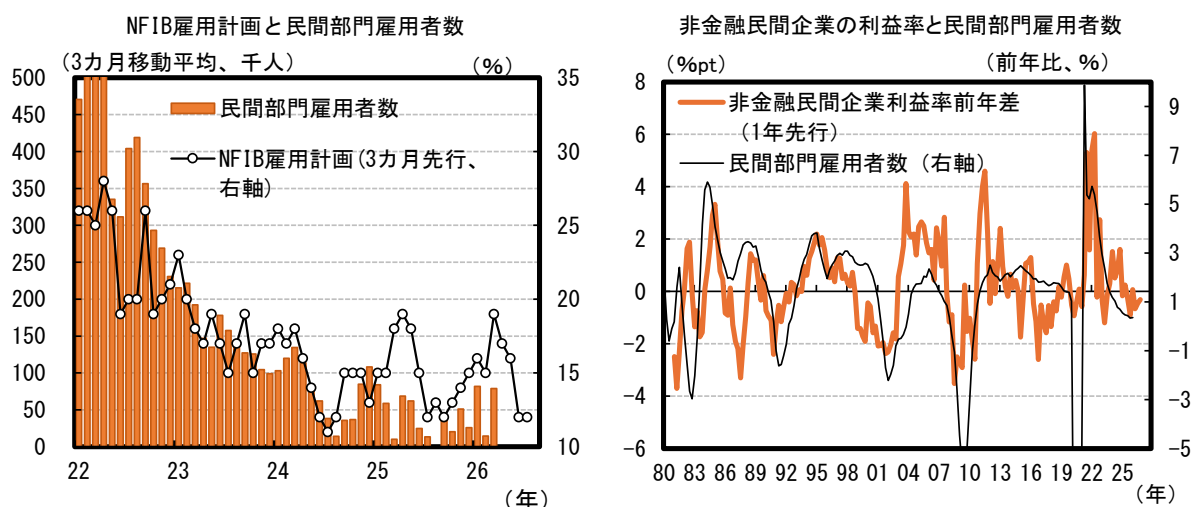


(注) 左図は 1980 年-2025 年を対象 (コロナ禍の 2020 年、2021 年は除外)。右図の前提は本文参照。右図の 3 月実勢値は民間部門雇用者数の 3 カ月移動平均前月差、それ以外は消費維持に必要な月当たりのペース。

(出所) BEA、BLS、Bloomberg、Haver Analytics より大和総研作成

ここで、民間部門雇用者数の先行きを展望したい。民間部門雇用者数に先行する傾向のある中小企業の雇用計画を見ると、3 月までは雇用者数の加速が見込まれた一方、4 月以降は減速が示唆されている (図表 3 左図)。また、雇用者数に先行する企業の利益率を見ても、採用を積極化させるほどの力強さは確認できない (図表 3 右図)。原油高はエネルギー関連企業を除けばコスト増要因であり、利益確保のためのコスト抑制策として、人件費抑制が選好される可能性もある。4 月の地区連銀経済報告 (ページブック) では、不確実性の高まりを理由に、企業が新規採用等について様子見姿勢を示したと指摘されている。不確実性に加え、原油高による企業収益への圧迫が長期化すれば、雇用調整へと転換することも考えられる。雇用調整が本格化する前に、中東情勢の安定化が進むかが米国経済の下振れリスクを考える上で重要となる。

図表 3 NFIB 雇用計画と民間部門雇用者数、非金融民間企業の利益率と民間部門雇用者数



(出所) BLS、BEA、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

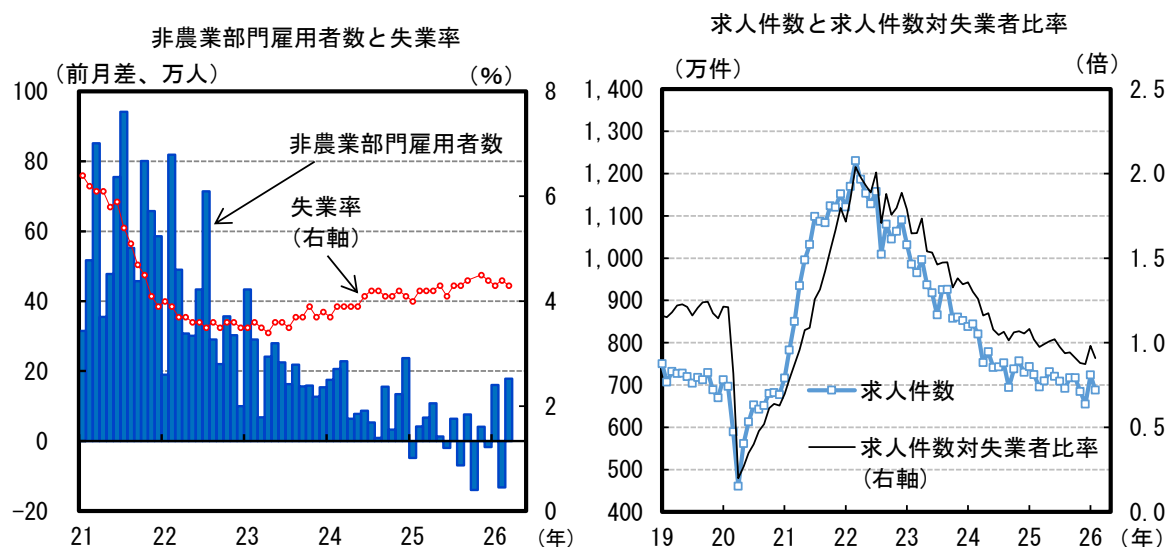
## 雇用環境は足元で底堅いものの、中東情勢の悪化を受けて不確実性が高い

2026年3月の米雇用統計<sup>15</sup>は、非農業部門雇用者数が前月差+17.8万人とプラスに転じた。また、失業率については、2026年3月は前月差▲0.1%ptの4.3%と低下した。もっとも、3月の雇用者数については、2月の悪天候やストライキといった特殊要因が剥落したことによる反動増が主因とみられる。失業率の低下についても、労働市場からの退出による影響が大きい。総じてみると、雇用環境は回復の兆候を示しているとはいえ、過度な楽観は避けるべきだろう。

その他の雇用関連指標について、新規失業保険申請件数に着目すると、直近週（2026年4月5日-2026年4月11日）は20.7万件と、前年同時期を下回っている。また、失業保険継続受給者数は、直近週（2026年3月29日-4月4日）が181.8万件と、2026年1月以降は190万件を下回って推移している。失業保険データからは、レイオフや解雇による失業者数は依然として急増してはいないことが確認できる。労働需要に目を向けると、2026年2月の求人件数は前月差▲35.8万件と減少に転じ、688.2万件となり、2024年12月以降は600万件台後半から700万件台前半のレンジで推移している。なお、失業者数と比較した求人件数の比率（労働需給）は、2月が約0.9倍と前月からは低下したものの、昨年末からやや持ち直した。

雇用環境の先行きについては、トランプ減税2.0やFRBがこれまでに実施した利下げによる下支えが期待される。一方、中東情勢を巡る不透明感の高まりに伴い、企業は新規採用などを見合わせつつある。また、昨年の関税率引き上げを含めて企業が直面するコストが上昇している中、エネルギー価格が高止まりすれば、企業収益に一層の下押し圧力がかかり得る。こうした中で、企業はAIの活用等を理由としたコストカットを公表しており、レイオフや解雇の増加など雇用環境への悪影響が顕在化する可能性があるだろう。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と求人件数対失業者比率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

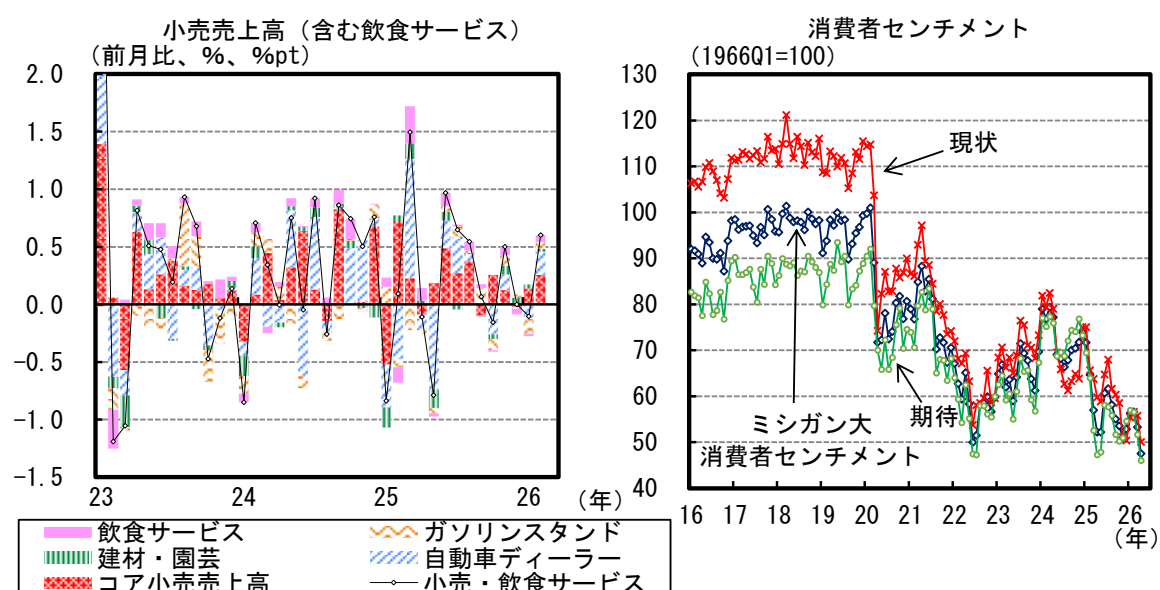
<sup>15</sup> 藤原翼「[非農業部門雇用者数は前月差+17.8万人](#)」(大和総研レポート、2026年4月6日)

## 2月の小売売上高は堅調も、ガソリン高等で消費者マインドは悪化

個人消費の動向について、2026年2月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.6%とプラスに転じ、市場予想（Bloomberg調査：同+0.5%）を上回った。小売売上高の3カ月移動平均は同+0.2%と、2025年10月以降は同+0.1-0.2%のレンジで推移している。なお、振れが大きい業種（自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービス）を除くコア小売売上高については、同+0.5%と加速した。北東部を中心に悪天候が続いていたものの、2月の小売売上高は堅調な結果だったといえる。内訳を確認すると、ヘルスケア製品（同+2.3%）が5カ月ぶり、衣服・宝飾品（同+2.0%）が3カ月ぶりにプラスに転じ、かつ高い伸びとなった。また、3カ月ぶりにプラスとなった自動車・同部品（同+1.2%）が全体を大きく押し上げた。娯楽用品（同+1.3%）、ガソリンスタンド（同+0.9%）がプラスに転じ、飲食サービス（同+0.4%）も3カ月ぶりにプラスとなった。この他、無店舗販売（同+0.7%）が2カ月連続でプラスとなり、家電（同+0.5%）は5カ月連続、建設資材・園芸（同+0.4%）は4カ月連続でプラスとなった。他方で、家具（同▲1.0%）や飲食料品（同▲1.0%）、GMS（総合小売）（同▲0.0%）がマイナスに転じた。

消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2026年4月（速報値）が前月差▲5.7ptと2カ月連続で悪化し、過去最低の47.6となった。内訳については、現状指数（同▲5.7pt）は2カ月連続、期待指数（同▲5.6pt）は3カ月連続で悪化した。ミシガン大は、消費者が中東情勢の悪化による悪影響を懸念しているとコメントした。実際、ガソリン高により消費者のインフレ期待（中央値）は1年先（同+1.0%pt）・5年先（同+0.2%pt）とも上昇した。先行きについては、トランプ減税2.0による税還付額の増加が消費を下支えする一方、足元のガソリン価格や電気代の高騰による消費の下押しが懸念される。

図表5 小売売上高（含む飲食サービス）、消費者センチメント



（出所）ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

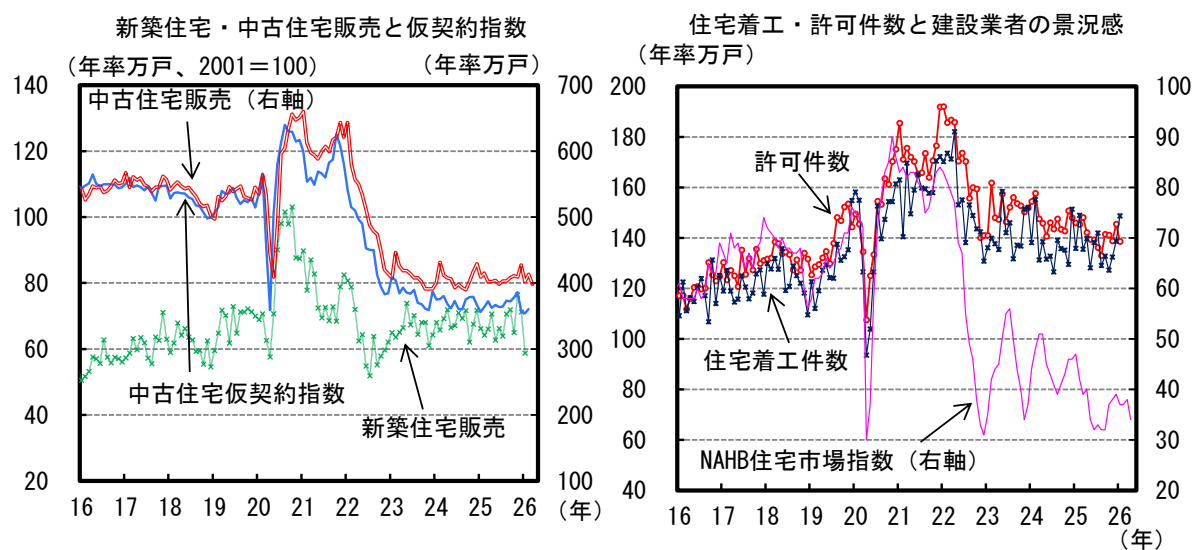
## 住宅ローン金利の再上昇が住宅需要を下押し

住宅需要に目を向けると、2026年3月の中古住宅販売（ condominium等含む）は前月比▲3.6%とマイナスに転じた。中東情勢の悪化によるインフレ懸念を背景に、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が上昇し、住宅需要の下押し要因になったとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、4月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は前月差▲6ptの39と、4カ月ぶりの低水準となった。内訳項目を確認すると、金利、経済的安定性、価格がいずれも悪化した。中でも、金利の項目の低下幅が大きかった。経済的安定性に関連しては、足元は中東情勢を巡る不確実性が高い中で、住宅購入希望者は慎重にならざるを得ないだろう。価格面に関しては、販売促進のための値下げキャンペーン等により、新築住宅の販売価格（中央値）が前年比でマイナス傾向にあり、中古住宅価格は前年比で減速した。とはいえ、ガソリン価格や電気代などの値上がりが家計所得を圧迫する中で、住宅購入を積極化するためには一段の値下げが必要となろう。そして、金利面に関しては、住宅ローン金利は足元で6%台前半へと上昇した。こうした住宅購入環境を踏まえると、住宅需要の本格回復は時間を要すると考えられる。

住宅供給に関して、住宅建設業者のマインドをNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数で確認すると、4月は前月差▲4ptと悪化し、水準は34ptと2025年9月以来の低水準となった。NAHBは、住宅購入希望者が金利の高止まりと経済の不確実性に直面する中で、建設業者の景況感も悪化しているとコメントした。また、NAHBは中東情勢の悪化を背景としたエネルギーコストの高まりにより、建材価格が上昇している点も指摘した。以上を踏まえれば、住宅供給についても横ばい圏から緩やかなペースでの回復にとどまるとみられる。

図表 6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



(出所) Census、NAR、NAHB、Haver Analytics、Bloomberg より大和総研作成

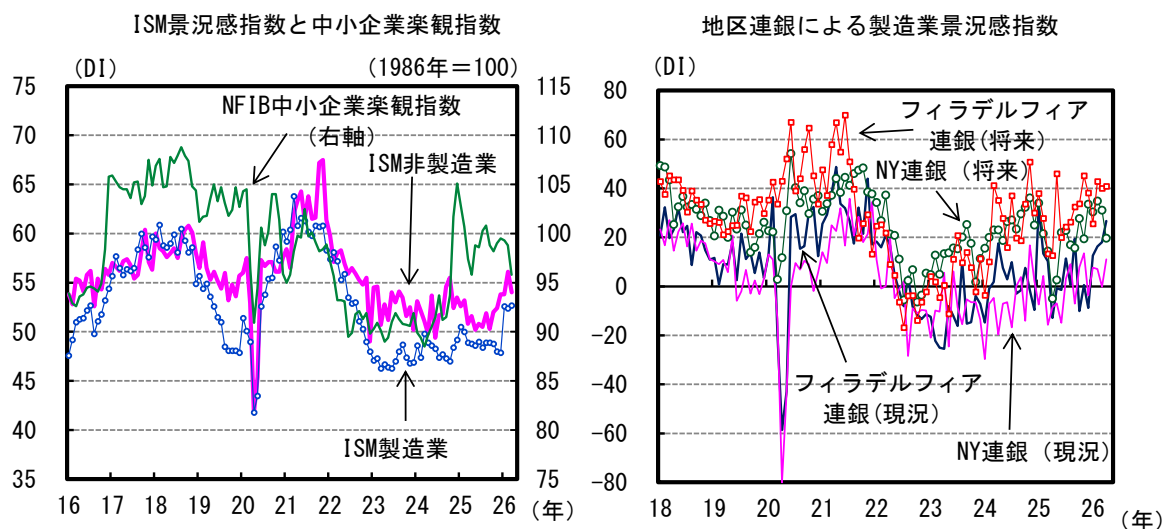
## 企業マインドは製造業中心に底堅いが、中東情勢に対する懸念は募る

2026年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差+0.3%ptとやや改善し、52.7%と3カ月連続で好不調の目安となる50%を上回った。他方で非製造業については、同▲2.1%ptと悪化して54.0%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、在庫指数、雇用指数が低下した一方、入荷遅延指数、生産指数が上昇した。なお、入荷遅延指数は2022年5月以来の高水準となり、サプライチェーンが逼迫しつつあることを示しているとみられる。非製造業に関しては、入荷遅延指数、新規受注指数は上昇した一方、雇用指数、事業活動指数が低下した。なお、雇用指数は4カ月ぶりの50%割れとなった。続いて企業コメントを確認すると、製造業、非製造業ともに中東情勢の悪化による影響を指摘するコメントが多く見られた。参考指標である仕入価格指数は製造業・非製造業ともに大幅に上昇した。他方で堅調な需要を指摘するコメントも見られ、企業マインドはネガティブ一辺倒ではないとみられる。

中小企業に関して、2026年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲3.0ptと3カ月連続で悪化し、水準は95.8と、追加関税措置が激化した2025年4月以来の低水準となった。内訳を確認すると、「利益に対する期待」や「景況感の改善に対する期待」の悪化幅が大きかった。NFIBは原油高が消費者と事業者の双方にとって懸念点であり、小規模事業者は原油高に伴うコスト増を顧客に転嫁せざるを得ないと指摘した。

2026年4月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差+11.2pt）が3カ月ぶりに改善した一方、将来指数（同▲11.4pt）は2カ月連続で悪化した。また、フィラデルフィア連銀については現況指数（同+8.6pt）が4カ月連続で改善し、将来指数（同+0.8pt）も小幅に改善した。製造業中心に足元の景況感には底堅いが、先行きに関しては警戒感が強い。中東情勢の悪化に伴うコスト高が長期化することで、企業マインドが悪化するリスクは高まるとみられる。

図表 7 ISM 景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



（出所）ISM、NY 連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

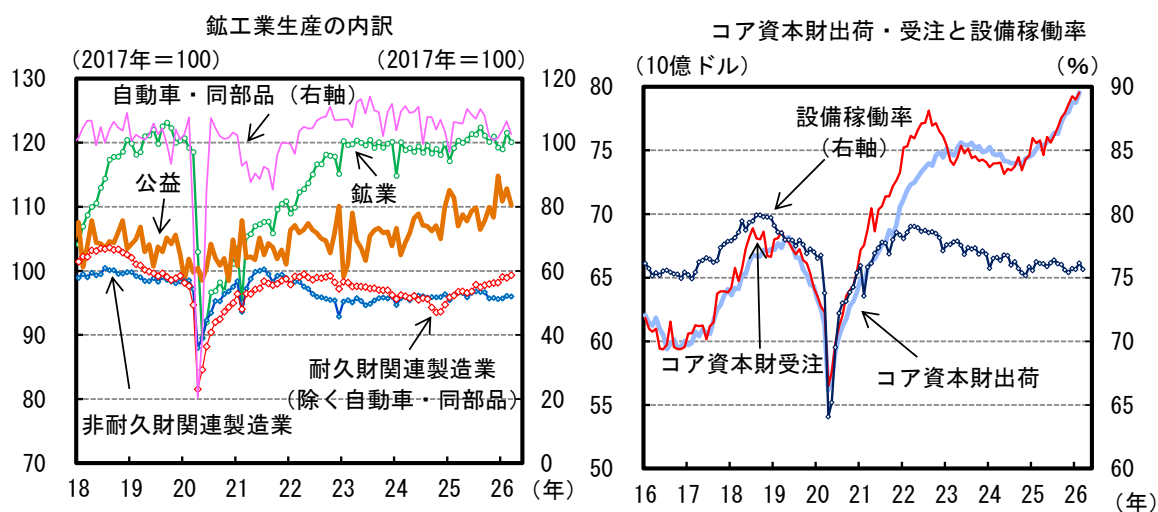
## 鉱工業生産はマイナス、設備投資は景気の不透明感が足かせに

企業の実体面に関して、2026年3月の鉱工業生産指数は前月比▲0.5%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を下回った。過去分は、1月分が▲0.7%pt 下方修正され、2月分が+0.5%pt 上方修正された。3月分の内訳を確認すると、公益（同▲2.3%）、鉱業（同▲1.2%）がマイナスに転じ、製造業（同▲0.1%）も3カ月ぶりにマイナスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比▲0.2%）が4カ月ぶり、非耐久財（同▲0.1%）は3カ月ぶりにマイナスに転じた。耐久財については、自動車・同部品（同▲3.7%）のマイナス幅が大きかった。また、家具（同▲1.4%）と機械（同▲0.3%）が2カ月連続でマイナスとなり、一次金属（同▲0.6%）もマイナスに転じた。他方で、電気機械（同+1.1%）は5カ月連続でプラスとなり、その他輸送機器（同+1.0%）も高い伸びとなった。この他、コンピューター・電子機器（同+0.8%）、金属製品（同+0.7%）、その他耐久財（同+0.7%）がプラスに転じ、木製品（同+0.2%）と非金属鉱物（同+0.2%）が3カ月連続でプラスとなった。非耐久財については、印刷（同▲2.3%）、繊維・繊維製品（同▲1.2%）、衣服・革製品（同▲1.2%）のマイナス幅が目立った。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2026年2月に前月比+1.0%とプラスに転じ、その先行指標であるコア資本財受注も同+0.7%とプラスに転じた。続いて、設備稼働率については、2026年3月は75.7%となり、過去1年は均して見れば概ね横ばい圏で推移している。なお、設備稼働率は長期平均（1972-2025年：79.4%）を下回る状況が続いており、依然として逼迫していない。設備投資の先行きについて、AI関連投資が引き続き全体のけん引役として期待されることに加え、トランプ減税2.0が設備投資の押し上げ要因になると見込まれる。また、コスト高が続く中で省力化投資も引き続き期待される。もっとも、中東情勢の悪化を背景にした景気の不透明感が設備投資の増加ペースを抑制し得る。

図表 8 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 米国経済見通し

足元までの経済指標を踏まえ、2026年1-3月期（以下、1-3月期）の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%を見込む。2025年10-12月期（以下、10-12月期）に比べて加速すると考えられるが、その主因は政府閉鎖からの反動増が予想される政府支出だ。1-3月期の米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資）は、同+1.6%とむしろ10-12月期からの減速を想定している。設備投資はAI関連分野などで加速することが見込まれる一方で、寒波やエネルギー価格の上昇に伴い、住宅投資のマイナス成長が継続し、個人消費が減速することで、民間最終需要全体は伸び悩むと予想している。

先行きに関しては、エネルギー価格、つまりは中東情勢次第といえる。長い目で見れば原油高でエネルギー産業の設備投資が加速するとの見方もあるが、短期的には個人消費への悪影響が懸念される。個人消費に関しては、当面は税還付による下支えが期待されるが、問題は税還付が一巡する5月以降まで原油高が続いた場合だ。政府による原油高への対策は限定的で、インフレ再加速によって短期的には利下げも期待しにくい。

こうした中で、個人消費の源泉として、雇用環境の好不調が改めて問われる局面を迎えている。雇用者数は足元で相対的に底堅く推移している一方で、原油高による実質賃金の押し下げ分を相殺できるほどの力強さはない。また、雇用環境の先行きに関しては、原油高による収益圧迫やAI活用の広がりに伴い、雇用者数が伸び悩む恐れもある。雇用調整が本格化する前に、中東情勢の安定化が進むかが米国経済の下振れリスクを考える上で重要となる。

図表 9 米国経済見通し

	四半期												暦年		
	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%		
国内総生産 （前年同期比、%）	-0.6	3.8	4.4	0.5	1.5	1.9	2.2	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9	2.1	2.0	2.2
個人消費	0.6	2.5	3.5	1.9	0.7	1.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.1	2.6	1.8	2.2
設備投資	9.5	7.3	3.2	2.4	6.3	3.8	3.2	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8	4.1	4.2	3.0
住宅投資	-1.0	-5.1	-7.1	-1.7	-1.2	1.4	1.7	2.0	2.2	2.2	2.1	2.1	-2.1	-1.3	2.1
輸出	0.2	-1.8	9.6	-3.2	15.0	1.7	1.8	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	1.6	4.7	2.0
輸入	38.0	-29.3	-4.4	-1.0	15.8	2.0	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.4	2.7	1.5	2.2
政府支出	-1.0	-0.1	2.2	-5.6	3.8	1.8	1.4	2.0	1.6	1.5	1.6	1.7	1.1	0.8	1.6
国内最終需要	1.4	2.4	2.8	0.6	1.9	1.8	2.2	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1	2.4	1.8	2.2
民間最終需要	1.9	2.9	2.9	1.8	1.6	1.8	2.3	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.6	2.0	2.3
鉱工業生産	4.2	1.8	2.1	-1.7	2.4	0.8	1.5	2.2	2.1	2.1	2.0	1.9	1.2	1.1	1.9
消費者物価指数	3.7	1.7	3.1	2.5	3.6	5.6	2.1	1.1	3.2	2.4	2.2	1.5	2.7	3.2	2.4
失業率（%）	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3
貿易収支（10億ドル）	-384	-188	-179	-160	-170	-181	-180	-177	-177	-178	-179	-180	-912	-708	-714
経常収支（10億ドル）	-438	-248	-239	-191	-199	-208	-205	-200	-198	-197	-197	-197	-1116	-812	-789
FFレート（%）	4.50	4.50	4.25	3.75	3.75	3.75	3.75	3.50	3.25	3.25	3.25	3.25	3.75	3.50	3.25
2年債利回り（%）	4.15	3.86	3.72	3.52	3.57	3.81	3.78	3.75	3.72	3.69	3.66	3.63	3.81	3.73	3.68
10年債利回り（%）	4.45	4.36	4.26	4.10	4.20	4.30	4.27	4.24	4.21	4.18	4.15	4.12	4.29	4.25	4.17

（注1）網掛けは予想値。2026年4月20日時点。

（注2）FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

（出所）BEA、FRB、BLS、Census、Haver Analyticsより大和総研作成

# 欧州経済 進む資源高対応

## 財政支援と企業による価格転嫁

橋本 政彦

### [要約]

- 欧州委員会が公表した 2026 年 3 月のユーロ圏の景況感指数は、前月差▲1.6pt と 2 カ月連続で低下し、水準は 96.6pt と 2025 年 9 月以来の低さまで落ち込んだ。悪化の最大の要因は消費者信頼感指数が同▲4.0pt と大きく低下したことである。家計の物価見通しは 3 月に急上昇しており、イラン戦争の勃発とそれに伴うエネルギー価格の急騰が消費者マインドを押し下げた。
- 原油価格の急騰が家計の負担となる中、欧州各国政府は財政による対策を打ち出している。スペイン、イタリアでは 3 月からエネルギーにかかる税金が引き下げられており、4 月 13 日にはドイツでも減税が決定された。こうした財政措置により、消費者マインドの悪化ペースがさらに加速するリスクは和らいだ。
- 一方、企業部門では 3 月のマインドの悪化は限定的であった。特に製造業では、販売価格の見通しが大幅に上昇し、コストの増加分を販売価格へと転嫁する意向のため、原油価格等の上昇が景況感に大きく影響していないとみられる。
- 英国の 2026 年 2 月の月次 GDP は前月比+0.5%となり、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を大きく上回った。増加幅は 2024 年 1 月以来の大きさであり、想定外に英国経済の底堅さを示す結果であったといえる。
- 3 月の PMI や消費者信頼感指数は、前月から低下しており、3 月の英国経済は 2 月に比べて減速傾向が強まる見込みが大きい。一方、4-6 月期は 2025 年の秋季予算に盛り込まれたエネルギー価格の引き下げが、家計を下支えすると見込まれる。3 月以降の原油・ガス価格の上昇がエネルギー価格に反映されるのは 7-9 月期以降であり、年後半には個人消費が失速するリスクが高まるとみられる。

## ユーロ圏経済

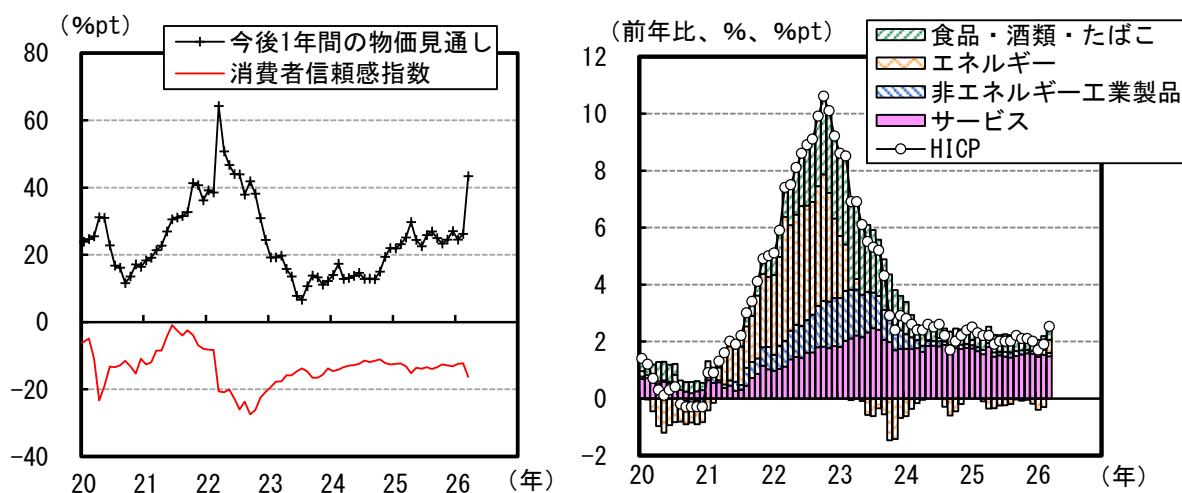
### 原油高が消費者マインド押し下げ

欧州委員会が公表した 2026 年 3 月のユーロ圏の景況感指数は、前月差▲1.6pt と 2 ヶ月連続で低下し、水準は 96.6pt と 2025 年 9 月以来の低さまで落ち込んだ。低下の最大の要因は消費者信頼感指数が同▲4.0pt と大きく低下したことである。低下幅はロシアがウクライナに侵攻した直後の 2022 年 3 月以来の大きさであり、水準は 2023 年 10 月以来の低さとなった。

もともと、3 月に消費者信頼感指数が大きく落ち込んだのは、イラン戦争の勃発と、それに伴うエネルギー価格の急騰を受けたものであり、特段のサプライズ感はない。実際、消費者信頼感指数と同じ欧州委員会のサーベイで調査される家計の物価見通し（今後 1 年間）は、3 月に 43.4%pt と、前月の 26.2%pt から急上昇し、2022 年 7 月以来の高さに達しており、消費者信頼感指数の低下はこれと整合的である。

実際の物価動向を見ると、2026 年 3 月のユーロ圏の消費者物価指数（HICP）は前年比+2.5%と、2025 年 1 月以来の上昇幅となった。また、前月からの変化幅（前年比変化率の前月差）は +0.6%pt と、2022 年 1 月 0 月以来の大きさであり、インフレ率の加速が急激に進んだ。インフレ率加速の主因となったエネルギー価格は、3 月に前月比+6.8%上昇し、2 月時点での前年割れ（前年比▲3.1%）から一転して、3 月は同+4.9%と HICP 全体を押し上げる要因となった。

図表 1 消費者信頼感と物価見通し（左）、ユーロ圏の消費者物価指数（右）



（出所）欧州委員会、Eurostat、Haver Analytics より大和総研作成

個人消費の実体面でのデータを確認すると、2026 年 2 月の実質小売売上高は前月比▲0.2%となった。業種別では食品・たばこの売上が同▲0.5%と 3 ヶ月ぶりの減少に転じたことが全体を押し下げた。他方、2 月時点ではまだ価格が安定していた自動車燃料は同+0.7%と増加しており、非食品（除く食品・自動車燃料）については前月比横ばいと 3 ヶ月ぶりに減少から脱している。

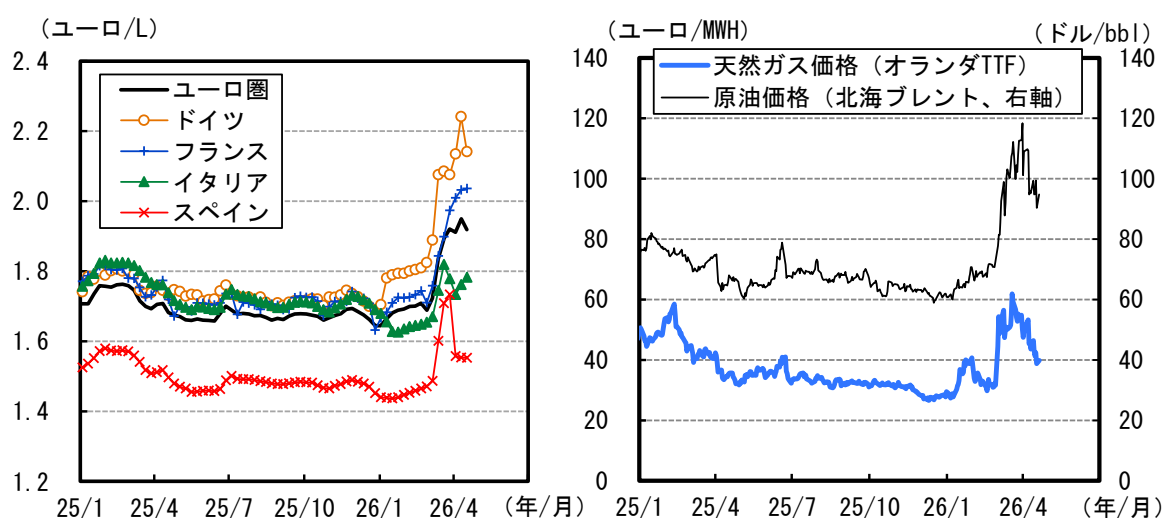
3月については、原油価格の急騰によるガソリン価格の先高感が、駆け込み需要を喚起し、自動車燃料の売上をかえって押し上げた可能性がある。ただし、そうしたガソリン代の増加はほかの支出の削減につながるとみられることに加え、既述したように消費者マインドが急速に悪化する中、個人消費全体が大幅に増加する可能性は低いだろう。実質小売売上高の1-2月平均は2025年10-12月平均と同水準にあり、3月が前月比で減少すれば、1-3月期の実質小売売上高は10四半期ぶりに前期比減少に転じることになる。

## 財政による家計支援が広がる

一方、原油価格の急騰が家計の負担となる中、欧州各国政府は財政による対策を打ち出している。例えば、スペインでは3月26日に総額50億ユーロ規模の緊急経済対策を発表した。主な内容として、燃料、電力、ガスにかかる付加価値税率を、6月末まで21%から10%に引き下げるほか、一部の物品税の引き下げなどが盛り込まれている。また、イタリアでも同様に、3月19日からガソリン、ディーゼル燃料、LPGに課される物品税が引き下げられた。減税は当初、4月7日までの20日間とされていたものの、4月3日には同措置が5月1日まで延長された。

こうした措置によって、スペイン、イタリアのガソリン価格は上昇に歯止めが掛かっており、ユーロ圏全体でも、4月に入って価格の上昇ペースは鈍化している。さらに4月13日には、ドイツでも2ヵ月間の暫定措置として、ガソリン、ディーゼル燃料にかかる税金が1リットルあたり17ユーロセント引き下げられることが決まった。ドイツのガソリン価格が低下することで、ユーロ圏全体のガソリン価格はもう一段押し下げられる公算が大きい。

図表2 ユーロ圏主要国の週次ガソリン価格（左）、原油価格と天然ガス価格（右）



(出所) 欧州委員会、Bloomberg より大和総研作成

ガソリン価格の先行きは、当然ながら原油価格の動向に左右される。もっとも、各国の財政支援を踏まえれば、原油価格（北海ブレント）が3月末のピークである120ドル/bbl近辺に再び接近する、ないし上回るような上昇をしない限り、ガソリン価格も上昇を続けることにはな

らないとみられる。原油価格は当面は、米国とイランの停戦交渉の状況によって急変し得るため先行きは予断を許さないものの、イラン戦争が始まった3月に比べれば、ガソリン価格上昇への不安は幾分か和らいているといえよう。ガソリン価格や、物価全体の水準の高さに鑑みれば、4月に消費者マインドが急回復するとは考え難いが、4月にさらに悪化ペースが加速する可能性も低いとみられる。

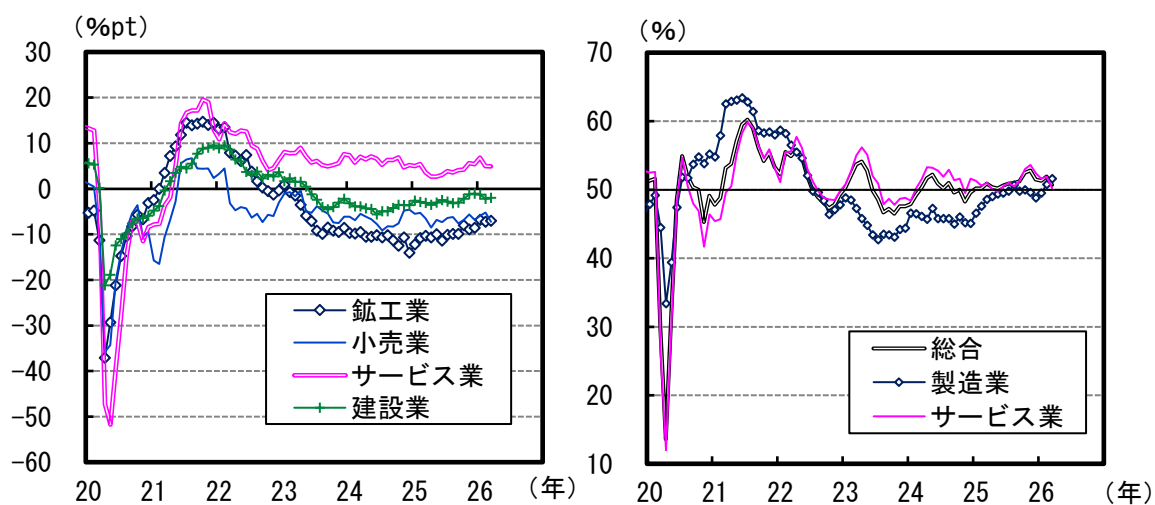
## 企業部門への影響は今のところ限定的

エネルギー価格の急騰に直面しているのは企業部門も同様だが、マインド面からみる限り、3月の時点で企業部門への影響は限定的にとどまっている。

ユーロ圏の景況感指数のうち企業部門の動向を見ると、鉱工業は前月差+0.2pt と小幅ながら前月から上昇し、建設業も同+0.2pt と3ヵ月ぶりの上昇に転じた。サービス業については同▲0.1pt と低下したものの、低下幅は非常に小幅である。一方、企業部門の中でも、小売業は同▲2.0pt と大幅に低下したが、これは既述の消費者信頼感の大幅な悪化に連動したものと考えられる。国ごとの動きにはばらつきがあるが、消費者信頼感と小売業の悪化は、ドイツ、フランス、イタリアの主要国をはじめ、多くの国で確認できる。

また、企業景況感を表す別の統計として3月のPMIを確認すると、ユーロ圏の総合PMIは50.7%と2月の51.9%から低下したが、拡大・縮小の基準となる50%を上回る水準を維持した。業種別ではサービス業が2月の51.9%から50.2%まで低下する一方、製造業は前月差+0.8pt と3ヵ月連続で上昇し、51.6%と2022年6月以来の高さとなった。製造業が相対的に堅調という構図はPMIと既述の欧州委員会調査と共通している。

図表3 ユーロ圏の企業景況感（左）、ユーロ圏のPMI（右）



(出所) 欧州委員会、S&P Global より大和総研作成

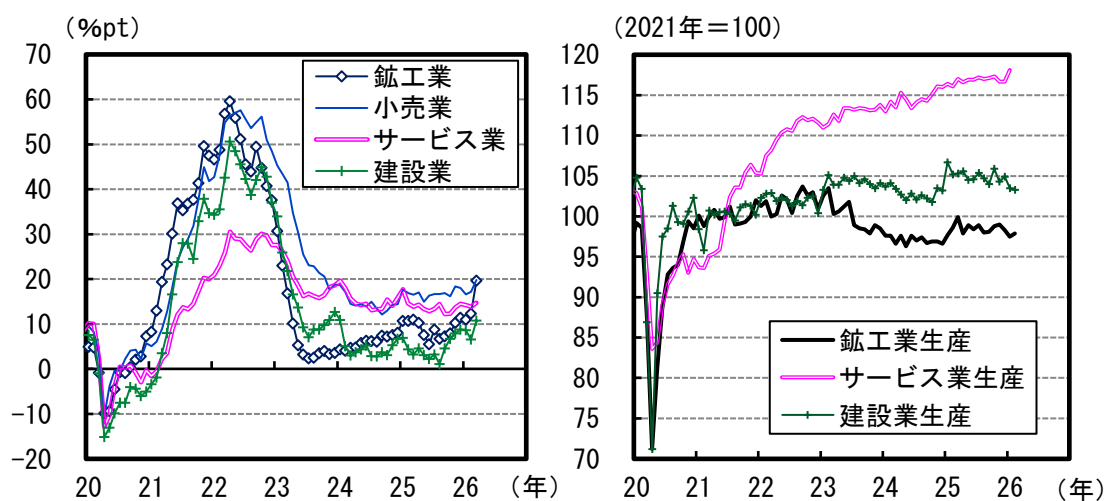
エネルギー価格の急騰が重荷になっているにもかかわらず、3月に製造業の景況感が底堅く推移した理由の1つには、製造業の価格転嫁意向の強さがあると考えられる。欧州委員会が調

査する販売価格見通しは、製造業を含む鉱工業では2月の12.3%ptから、3月は19.7%ptへと大幅に上昇し、2023年2月以来の高さとなった。サービス業でも3月は14.7%ptと2月(13.9%pt)から上昇したものの、上昇幅は鉱工業と比べて非常に小幅である。鉱工業はコストの上昇を即座に販売価格に転嫁することで企業収益への影響の軽減を図っており、コストの上昇が必ずしも景況感の悪化に直結しなかったとみられる。

もっとも、製造業についても先行きは楽観できる状況ではない。コスト上昇を理由とした販売価格の値上げは、一定程度は販売先に受け入れられるとしても、販売数量の減少につながりかねない。

また、中東での戦争、ホルムズ海峡の封鎖による供給制約が、製造業の生産活動のボトルネックとなる可能性は徐々に高まりつつある。現時点では欧州製造業では供給制約を理由とした大規模な生産停止は報告されていない。だが、中東への依存度が高いジェット燃料に関して、価格上昇による採算の悪化によって欧州の航空会社では減便が広がりつつあることに加え、ジェット燃料の不足に陥るリスクも議論され始めた。ホルムズ海峡の封鎖が長引けば、原材料等の供給不足のみならず、物流網に起因した供給制約が強まる恐れがある。

図表4 ユーロ圏企業の販売価格見通し（左）、ユーロ圏の業種別生産指数（右）



(出所) 欧州委員会、Eurostat より大和総研作成

なお、ユーロ圏製造業の実体面の動向を見ると、イラン戦争が始まる3月よりも前の段階で弱含んでいた。2026年2月のユーロ圏の鉱工業生産は前月比+0.4%と3ヵ月ぶりの上昇に転じたが、1月(同▲0.8%)、および2025年12月(同▲0.7%)の落ち込みを補うには至らなかった。2026年1-2月の平均値は2025年10-12月期平均を1.0%下回っており、1-3月期が前期から上昇するためには3月に前月比+2.9%以上の上昇が必要となる。景況感指数やPMIのマイナード統計の底堅さを踏まえても、達成のハードルは極めて高く、1-3月期の鉱工業生産は前期から低下する可能性が高い。

一方で、サービス業の生産については、まだ1月分までしか公表されていないが、1月は前

期比+1.2%と大幅に増加した。景況感指数の動きに照らせば3月にはサービス業の活動も停滞する可能性が示唆されるが、1-3 月期で均して見ればサービス業が成長の牽引役になったとみられる。

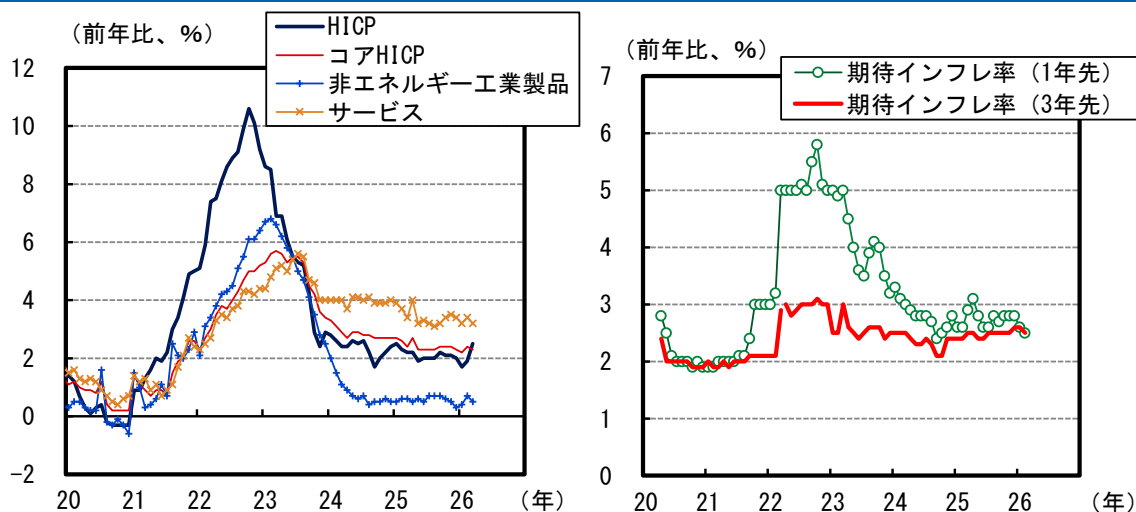
## ECB の 4 月理事会は直前まで重要統計を見極め

金融政策という観点からは、企業の価格転嫁の動きがサービス業まで広がっていないことは、ECBにとっては様子見姿勢を続ける材料になると考えられる。3月の理事会でECBは、今後の金融政策運営に関して、3月以降の原油価格の上昇が、中期的なインフレ目標の達成にどう影響していくかを注視していくとし、注目する経済指標の1つとして企業の販売価格見通しにも言及していた。

もともと、次回、4月30日の理事会までには、4月のPMI、景況感指数、HICP、3月の期待インフレ率、1-3月期のGDP速報値と、重要統計が多数公表される。ECBはこれらの統計を直前まで見極めた上で政策を判断すると見込まれる。

インフレ動向として最も重要となるHICPについては、エネルギー価格の上昇によって4月は3月からさらに上昇ペースが加速する公算が大きい。ただし、ほぼ確実視されるエネルギー価格の上昇によってHICPが加速したとしてもそれは大きなサプライズにはなりづらいだろう。むしろ、3月に前月から上昇ペースが鈍化したコアHICPの動向が、中期的なインフレ動向を見る上では注目点となる。また、前項で言及した欧州委員会による景況感調査で企業の販売価格見通しにさらなる上昇や、業種間での広がりが見られるか、2月の段階では安定していた家計の期待インフレ率が、現実のインフレ率が上昇する中で、どう反応するかが4月理事会での政策変更を見極める上での重要なチェックポイントとなる。

図表5 ユーロ圏のHICPとコアHICP（左）、ユーロ圏家計の期待インフレ率（右）



(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

## 英国経済

### 2月の月次GDPは想定外の上振れ、1-3月期はプラス成長の公算大

英国の2026年2月の月次GDPは前月比+0.5%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+0.1%）を大きく上回った。増加幅は2024年1月以来の大きさであり、想定外に英国経済の底堅さを示す結果であったといえる。

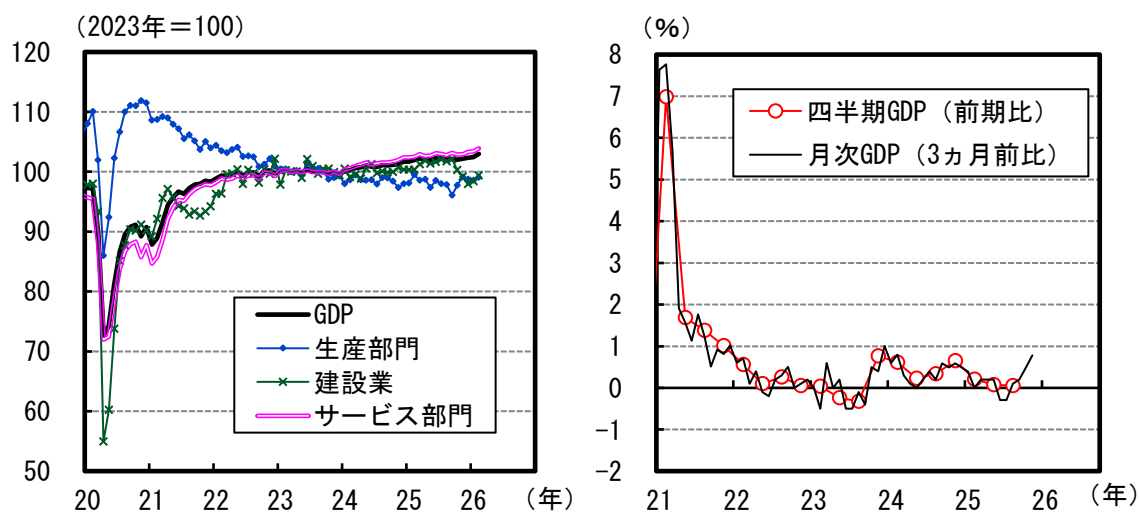
2月のGDPの内訳を見ると、サービス部門が前月比+0.5%と4ヵ月連続で増加し、増加幅が前月から拡大したほか、建設業でも同+1.0%と成長ペースが加速した。また生産部門も同+0.5%と3ヵ月ぶりの増加に転じており、幅広い業種で生産が拡大した。

サービス部門の内訳では、14あるサブセクターのうち、前月から減少したのは宿泊・飲食（前月比▲0.3%）のみであり、1業種（保健・衛生）が前月から横ばい、残る12業種では生産が増加した。前月に減少していた事務サービスが同+2.0%と大幅に増加したほか、娯楽サービスが同+2.0%と好調だった。また、専門サービス（同+0.8%）、卸売・小売（同+0.7%）、情報サービス（同+0.7%）でも高い伸びがみられており、総じて堅調な内容となった。

一方、生産部門の増加については1月に前月比▲5.3%と大きく落ち込んだ鉱業が、その揺り戻しで同+3.9%と大きく増加したこと、また電気・ガスが同+1.5%と増加したことが全体を押し上げた。生産部門の中心である製造業については同▲0.1%と小幅ながら2ヵ月ぶりの減少に転じている。

なお、月次GDPの1-2月平均値は2025年10-12月平均を0.5%上回っており、3月分が前月比▲1.8%以上低下しない限り、1-3月期の四半期GDPは前期から増加する計算となる。2月の伸びの大きさから、3月は反動が出る可能性はあるものの、1-3月期はプラス成長となり、成長ペースは前期から加速すると見込まれる。

図表6 英国の月次GDPと業種別内訳（左）、月次GDPと四半期GDP（右）



(出所) ONS より大和総研作成

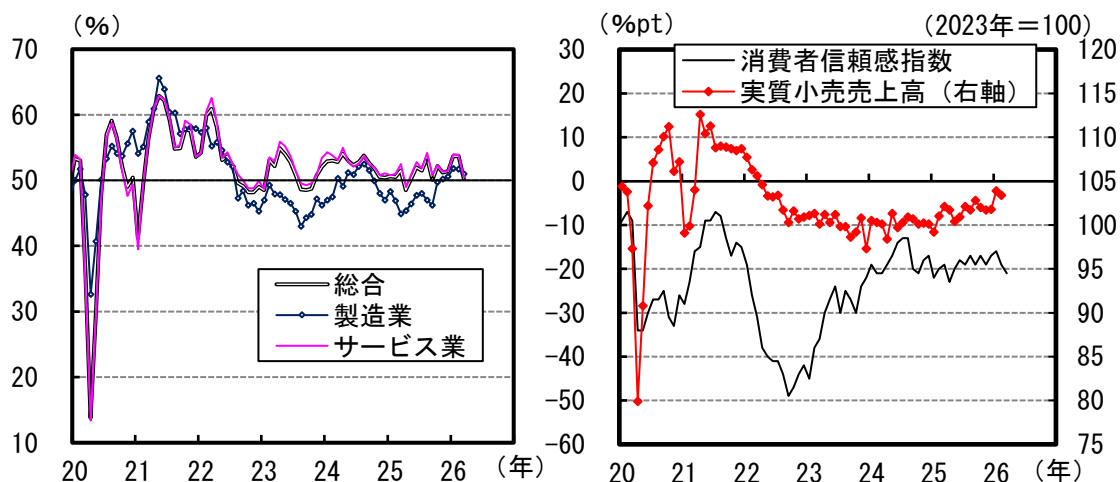
### 3月は企業・消費者マインドともに悪化

3月に入ってから景気動向に関してPMIを確認すると、総合PMIは50.3%と、前月の53.7%から大きく低下した。かろうじて基準となる50%を上回ったものの、3月に入って企業活動の拡大ペースにはブレーキが掛かる形となった。業種別では、製造業PMI（2月：51.7%→3月：51.0%）、サービス業（2月：53.9%→3月：50.5%）ともに前月から低下したが、特にサービス業の低下幅が大きいという点は既述のユーロ圏と同様である。

また、3月の消費者信頼感指数は前月差▲2ptと2ヵ月連続で低下した。ユーロ圏と比べれば低下幅は限定的であるものの、2025年4月以来の低さであり、やはり3月に入って悪化が進んだ。ユーロ圏と同様、ガソリン価格の上昇によって3月の消費者物価指数（CPI）は2月から上昇ペースが加速することがほぼ確実であり、消費者マインドの悪化、インフレ率の加速によって3月の個人消費を取り巻く環境は悪化している。2月の実質小売売上高は前月比▲0.4%と3ヵ月ぶりの減少に転じたが、3月も減少が続く可能性が高い。ただし、1月に同+2.0%と大幅に増加していたため、2月の減少を踏まえても1-2月の実質小売売上高は高水準であり、3月も減少が続いたとしても四半期ベースでの前期比増加は十分可能とみられる。

さらに、4-6月期については、イラン情勢が悪化する以前の2025年11月に発表された秋季予算に盛り込まれた、生活高騰対策のエネルギー価格の引き下げが、個人消費を下支えすると見込まれる。同対策によって、政府によるエネルギー関連補助金の財源のうち、家計負担分の一部が税収によって補われ、家庭用エネルギー料金は平均的な世帯あたり年間150ポンド程度押し下げられる。実際、Ofgem（ガス・電力市場局）が四半期ごとに設定するエネルギー価格上限の4-6月期の水準は、原油・ガス価格が急騰する以前の2月中に決定されていたこともあり、1,641ポンド/年と、1-3月期から▲6.6%（117ポンド）低下している。

図表7 英国のPMI（左）、消費者信頼感指数と実質小売売上高（右）



(出所) S&P Global、GfK、ONS より大和総研作成

一方、Ofgemによる7-9月期の価格上限は5月27日までに公表される予定となっており、これには3月以降の原油・ガス価格急騰の影響が反映される。実際の価格上限は今後の原油・ガス価格の動向次第ではあるものの、4-6月期に比べて上昇する公算が大きい。これを主因にインフレ率は7-9月期に上昇ペースが加速すると見込まれ、年後半には個人消費が失速するリスクが高まるとみられる。

## 英国では企業向けエネルギー高対策を発表も、的を絞った内容

なお、足元の原油価格の急騰を受けて、英国政府は4月15日、エネルギー集約的な企業を対象とした支援策の拡大を発表した。

その主な内容は、労働党政権が2025年6月に公表した産業戦略に含まれていたエネルギーコスト削減策、「産業競争力強化スキーム（BICS）」の対象範囲の拡大、および適用開始時期の前倒しである。同スキームは、自動車、鉄鋼、医薬品、航空宇宙産業などの電力消費量の多い製造企業に対して、再生可能エネルギー購入義務や固定価格買取制度、容量市場制度などの賦課金を免除するものである。これによって対象企業は最大で25%のエネルギーコストの削減が可能になるとされる。

2025年に発表された当初の予定では、対象企業は、7,000社程度とされていたが、これを今回、10,000社程度まで拡大した。また、制度の本格的な開始時期は2027年4月とされているものの、適用期間を2026年4月まで遡及し、遡及分は2027年に一時金として受け取ることが可能となり、実質的な制度開始時期が前倒しされた。

同スキームの予算は、2025年に発表された際には4億2,000万ポンドと見積もられていたが、適用範囲、期間の拡大によって年間6億ポンド規模になる見込みである。もっとも、これは名目GDPの0.02%の規模に過ぎず、英国経済に与える影響は軽微なものとなろう。財政規律とのバランスをとるため、経済対策の規模が無理に拡大されることはなかったとみられる。リーブス財務相は3月前半の段階でエネルギー高騰に対する家計向け追加支援の検討についても表明しており、その動向が注目されるが、今回の措置を見る限り、実施されるとしてもその対象は的を絞ったものになる可能性が高い。

図表8 ユーロ圏経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.4%	0.6%	1.2%	0.8%	1.1%	0.8%	1.0%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.0%	1.3%
家計消費支出	1.2%	1.4%	1.0%	1.8%	0.8%	0.3%	0.7%	1.1%	1.2%	1.2%	1.3%	1.3%	1.5%	1.0%	1.1%
政府消費支出	-0.7%	1.6%	2.7%	2.2%	1.7%	0.5%	0.8%	1.0%	1.6%	1.5%	1.3%	1.1%	1.5%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	11.3%	-5.7%	5.1%	2.5%	2.2%	3.0%	2.5%	2.4%	2.2%	2.1%	2.1%	2.2%	2.9%	2.3%	2.3%
輸出	10.1%	-1.8%	3.4%	-1.7%	-0.8%	0.5%	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.3%	2.0%	0.2%	1.9%
輸入	9.6%	-0.1%	7.2%	-0.7%	-0.4%	0.8%	1.7%	2.1%	2.3%	2.3%	2.3%	2.5%	3.6%	1.1%	2.1%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.6%	1.6%	1.4%	1.2%	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.0%	1.3%
家計消費支出	1.6%	1.7%	1.4%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%	1.2%	1.5%	1.0%	1.1%
政府消費支出	1.9%	1.4%	1.5%	1.4%	2.1%	1.8%	1.3%	1.0%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.2%
総固定資本形成	2.4%	3.6%	3.3%	3.1%	0.9%	3.2%	2.5%	2.5%	2.5%	2.3%	2.2%	2.1%	2.9%	2.3%	2.3%
輸出	2.7%	0.7%	2.9%	2.4%	-0.3%	0.3%	-0.1%	0.7%	1.4%	1.8%	2.0%	2.1%	2.0%	0.2%	1.9%
輸入	4.0%	2.8%	4.2%	3.9%	1.4%	1.7%	0.3%	1.0%	1.7%	2.1%	2.3%	2.4%	3.6%	1.1%	2.1%
鉱工業生産（除く建設）	1.5%	1.3%	1.3%	2.0%	-0.8%	-0.2%	0.3%	0.4%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	1.5%	-0.1%	1.9%
実質小売売上高	2.5%	3.1%	2.0%	2.2%	1.7%	0.8%	0.6%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	1.0%	2.4%	0.8%	0.8%
消費者物価	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.1%	3.1%	3.1%	2.7%	1.8%	1.8%	2.0%	2.1%	2.8%	2.1%
生産者物価	2.4%	0.6%	-0.1%	-1.2%	-1.8%	3.2%	3.1%	3.4%	3.2%	2.4%	2.6%	2.8%	0.4%	2.0%	2.8%
失業率	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	6.3%	6.2%	6.1%
10億ユーロ															
貿易収支	56.2	28.9	31.2	30.8	30.3	31.6	34.7	37.5	40.1	42.4	44.5	46.8	147.1	134.2	173.8
経常収支	74.9	80.6	52.3	61.8	57.9	52.3	54.8	56.8	58.8	60.4	61.8	63.4	269.6	221.9	244.4
独 国債10年物（期中平均）	2.58%	2.55%	2.69%	2.72%	2.85%	3.00%	3.04%	3.07%	3.05%	3.02%	2.99%	2.96%	2.63%	2.99%	3.01%
欧 政策金利（末値）	2.50%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.00%	2.25%	2.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2026年4月20日時点）。

(出所) Eurostat、ECB より大和総研作成

図表9 英国経済・金利見通し

	2025				2026				2027				2025	2026	2027
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
前期比年率															
国内総生産	2.6%	0.8%	0.3%	0.2%	1.9%	0.9%	1.1%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%	1.0%	1.4%
家計消費支出	1.0%	0.2%	0.3%	0.2%	0.9%	0.6%	0.3%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	0.5%	1.0%
一般政府消費支出	-1.4%	3.9%	1.3%	0.6%	1.2%	0.8%	1.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.7%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	12.8%	-0.9%	4.7%	0.6%	1.0%	1.3%	2.7%	2.9%	2.5%	2.3%	2.1%	2.1%	4.3%	1.7%	2.4%
輸出	6.8%	-6.7%	8.2%	-2.7%	5.0%	1.2%	2.3%	3.0%	3.1%	2.7%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.7%
輸入	4.7%	-1.6%	1.8%	2.7%	-1.6%	0.9%	1.7%	2.2%	2.8%	2.5%	2.4%	2.3%	4.1%	0.7%	2.3%
前年同期比（除く失業率）															
国内総生産	1.8%	1.4%	1.3%	1.0%	0.8%	0.8%	1.0%	1.4%	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.0%	1.4%
家計消費支出	1.0%	1.1%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	0.8%	0.5%	1.0%
一般政府消費支出	2.1%	1.9%	1.8%	1.1%	1.7%	1.0%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.7%	1.2%	1.1%
総固定資本形成	4.3%	4.6%	3.9%	4.2%	1.3%	1.9%	1.4%	2.0%	2.3%	2.6%	2.4%	2.2%	4.3%	1.7%	2.4%
輸出	4.2%	0.9%	2.0%	1.2%	0.8%	2.9%	1.4%	2.9%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.1%	2.0%	2.7%
輸入	7.7%	2.0%	4.9%	1.9%	0.3%	0.9%	0.9%	0.8%	1.9%	2.3%	2.5%	2.5%	4.1%	0.7%	2.3%
鉱工業生産	0.1%	-0.4%	-1.4%	0.6%	0.0%	0.8%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	-0.3%	0.9%	1.0%
実質小売売上高	0.5%	1.2%	1.6%	1.7%	1.2%	1.2%	0.2%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.2%	0.9%	1.1%
消費者物価	2.8%	3.5%	3.8%	3.4%	3.1%	3.2%	3.7%	3.6%	3.2%	2.6%	2.0%	2.1%	3.4%	3.4%	2.5%
失業率	4.5%	4.7%	5.0%	5.2%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.3%	5.3%	5.2%	5.2%	4.9%	5.4%	5.3%
10億英ポンド															
貿易収支	-55.2	-62.8	-59.4	-65.5	-62.0	-61.8	-61.2	-61.2	-61.3	-61.5	-61.7	-61.4	-242.9	-246.2	-246.0
経常収支	-21.4	-23.2	-10.7	-18.4	-14.9	-14.4	-13.8	-13.1	-12.8	-12.4	-12.1	-11.8	-73.7	-56.1	-49.1
国債10年物（期中平均）	4.60%	4.57%	4.64%	4.52%	4.53%	4.82%	4.80%	4.77%	4.73%	4.68%	4.64%	4.61%	4.58%	4.73%	4.67%
政策金利（末値）	4.50%	4.25%	4.00%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.50%	3.25%	3.25%	3.25%	3.75%	3.75%	3.25%

(注) 網掛け部分は大和総研予想（2026年4月20日時点）。

(出所) ONS、BOE より大和総研作成

# 中国：2026年は政府成長率目標の下限か

ただし、中東情勢緊迫長期化で下振れリスク高まる

齋藤 尚登

## [要約]

- 2026年3月の卸売物価（工業製品出荷価格）指数は前年同月比+0.5%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2022年9月以来、3年6カ月ぶりに上昇に転じた。中東情勢の緊迫化により、原油や原材料の価格が上昇したことが主因である。工業製品出荷価格指数の内訳をみると、生産財価格指数は+1.0%となった一方で、生活財価格指数は▲1.3%と下落が続いた。生産財価格の上昇が生活財価格に波及するにはタイムラグがあるとみられるが、供給過剰によるデフレ下にある中国では、最終製品への価格転嫁が難しくなる可能性がある。この場合は、消費者物価の上昇圧力はある程度抑制されるが、特に川下産業の企業業績の悪化→雇用・所得への悪影響という経路で消費に下押し圧力がかかることになろう。
- 中国国家统计局によると、2026年1月～3月の実質GDP成長率は5.0%となり、2025年10月～12月の4.5%から加速した。大和総研は4.5%成長を想定していたが、予想外の堅調となった。これを受けて、2026年の成長率見通しを従来の4.4%から4.5%に引き上げる。これは政府成長率目標である4.5%～5.0%の下限に相当する。ただし、不動産不況は継続し、消費には耐久消費財の需要先食い政策の反動が懸念されるなど、内需は厳しい状況が続いている。今後、中東情勢の緊迫がさらに長期化すれば、世界経済が減速し、中国からの輸出品に対する需要も減退する可能性が高くなる。輸入は、原油や関連製品の価格高騰によって増加し、貿易黒字は縮小する可能性が高い。2026年の数少ない好材料とみられていた純輸出の寄与度が低下し、景気下振れリスクが高まることに注意が必要だ。

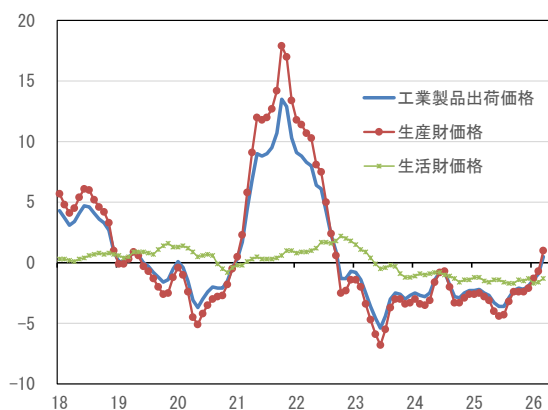
## 中東情勢緊迫化の影響が一部で顕在化、卸売物価は3年半ぶりの上昇

2026年3月の卸売物価（工業製品出荷価格）指数は前年同月比+0.5%（以下、断りのない限り変化率は前年比、前年同期比、前年同月比）となり、2022年9月以来、3年6カ月ぶりに上昇に転じた（図表1）。中東情勢の緊迫化により、原油や原材料の価格が上昇したことが主因である。中国では、「内巻」（英語のInvolutionの訳、大和総研では破滅的な価格競争と意識）の是正が奏功しつつあるとの見方があるが、そうではあるまい。「内巻」の是正には、需要の増加か過剰供給の抑制、あるいはその両方が必要であるが、こうした状況になっていないことは明白だ。現状で起きているのは原油などの価格高騰によるコストプッシュ型の物価上昇である。

中東情勢緊迫化後、中国では3度にわたりガソリン・軽油価格が引き上げられた。中国の石油（ガソリンなどの石油製品）価格は、「石油価格管理方法」に基づいて、最高小売価格が10営業日毎に改定される。通常は国際市場の原油価格（ブレント、ドバイ、ミナスの3市場の加重平均。比重は4:3:3）を基礎とし、国内平均加工費、税金、合理的な流通段階費用および適正利益を考慮して決定される。ただし、1バレル=80ドル超の場合は、加工利益率を引き下げ、130ドル超の場合は、適切な財政・税制政策を講じて石油製品の生産と供給を確保し、ガソリンおよび軽油価格は原則として据え置き、または小幅な引き上げにとどめるとしている。さらに、国内の物価水準が著しく上昇した場合、重大な突発事象が発生した場合、または国際市場の原油価格が異常に変動するなど、石油製品価格の調整に特段の事情がある場合は、国家発展改革委員会が國務院の同意を得た上で、価格改定の一時停止、延期、または改定幅の縮小を行うことができる、としている。

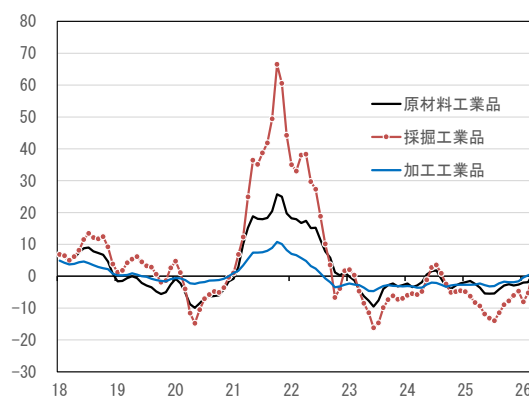
中東情勢緊迫化後のガソリン・軽油価格の3回の引き上げのうち、2026年3月26日と4月8日の引き上げに関しては、引き上げ幅を本来の半分程度に抑制した。このコストは主に石油精製を行う企業が負担し、後日、財政からの補助金支給によって相殺されることになっている。

図表1 工業製品出荷価格（生産財、生活財）の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図表2 生産財価格（採掘・原材料・加工工業品）の推移（前年同月比）（単位：％）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

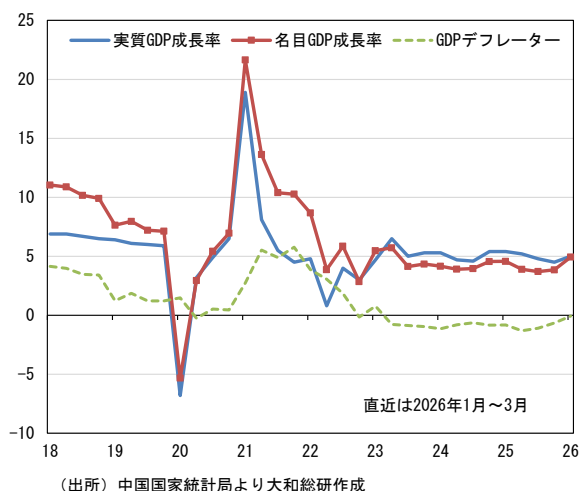
それでもガソリン・軽油価格上昇の影響は大きい。既述したように、工業製品出荷価格指数は上昇に転じたが、その内訳をみると、生産財価格指数は+1.0%（採掘工業品価格指数は+2.0%、原材料工業品価格指数は+1.1%、加工工業品価格指数は+0.9%。前掲図表 2）となった一方で、生活財価格指数は▲1.3%と下落が続いた。生産財価格の上昇が生活財価格に波及するにはタイムラグがあるとみられるが、供給過剰によるデフレ下にある中国では、最終製品への価格転嫁が難しくなる可能性がある。この場合は、消費者物価の上昇圧力はある程度抑制されるが、特に川下産業の企業業績の悪化→雇用・所得への悪影響という経路で消費に下押し圧力がかかることになろう。

一方で、「内巻」是正の好機とみた企業が積極的な価格転嫁を行う可能性も否定できない。この場合は、消費者物価の上昇が加速し、生活必需品を除いた裁量的消費が一段と抑制されることで、消費に下押し圧力が高まることになろう。いずれにせよ、中東情勢の緊迫が長期化すればするほど、中国経済の下振れ圧力が高まることになろう。

## 2026年1月～3月の実質 GDP 成長率は 5.0%と予想外の堅調

中国国家统计局によると、2026年1月～3月の実質 GDP 成長率は 5.0%となり、2025年10月～12月の 4.5%から加速し、2025年年間と同じ成長率となった。大和総研は 4.5%成長を想定していたが、予想外の堅調となった。中東情勢緊迫化の影響は一部で顕在化しているが、成長率を押し下げるほどではなかったといえる。1月～3月の GDP 統計発表を受けて、大和総研は 2026年の成長率見通しを従来の 4.4%から 4.5%に引き上げる。これは政府成長率目標である 4.5%～5.0%の下限に相当する。

図表 3 実質・名目 GDP 成長率、GDP デフレ率の推移（単位：%）



図表 4 実質 GDP 成長率(前年比) 需要項目別寄与度（単位：%、%pt）

	実質 GDP 成長率	最終消費支出	総資本形成	純輸出
2018	6.8	4.5	2.9	▲ 0.6
2019	6.1	3.6	1.8	0.8
2020	2.3	▲ 0.1	1.7	0.7
2021	8.6	5.2	1.7	1.7
2022	3.1	1.5	1.2	0.4
2023. 1-3	4.7	3.2	1.8	▲ 0.3
1-6	5.7	4.4	1.9	▲ 0.6
1-9	5.4	4.6	1.6	▲ 0.8
1-12	5.4	4.6	1.4	▲ 0.6
2024. 1-3	5.3	3.9	0.6	0.8
1-6	4.9	3.1	1.3	0.7
1-9	4.8	2.4	1.2	1.1
1-12	5.0	2.2	1.3	1.5
2025. 1-3	5.4	2.8	0.5	2.1
1-6	5.3	2.7	0.8	1.8
1-9	5.2	2.7	0.8	1.7
1-12	5.0	2.6	0.8	1.6
2026. 1-3	5.0	2.4	1.9	0.8

(注) 四捨五入の関係で需要項目別寄与度の合計が実質 GDP 成長率と一致しないことがある

(出所) CEIC、中国国家统计局より大和総研作成

2026年1月～3月の名目GDP成長率は4.9%となり、GDPデフレーターは12四半期連続でマイナスとなった（前頁図表3）。1月～3月のGDPデフレーターは▲0.1%までマイナス幅が縮小したが、これは、原油や原材料価格の上昇などコストプッシュによるものであり、需要が大きく改善しているわけではない。

なお、2026年1月～3月の実質5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出が2.4%pt、総資本形成は1.9%pt、純輸出は0.8%ptであった（四捨五入の関係で合計は5.0%にならない）。2025年の5.0%成長の需要項目別寄与度は、最終消費支出2.6%pt、総資本形成0.8%pt、純輸出1.6%ptであり、2026年1月～3月は総資本形成の寄与度が高まった一方で、最終消費支出と純輸出のそれが低下した（前頁図表4）。ただし、後述するように、固定資産投資は前年割れから僅かな増加に転じたにすぎず、景気回復感は乏しい。

## 消費は低空飛行。耐久消費財の需要先食いのツケを払う

2026年1月～3月の小売売上は2.4%増となり、2025年の3.7%増から減速した。2025年夏までの消費堅調を支えた自動車・家電の買い替え補助金政策の効果は既に一巡している。

2026年1月～3月の家電・音響映像機材の販売金額は±0.0%（3月は5.0%減）となり、2025年の11.0%増から急減速している（次頁図表6）。家電の買い替え補助金原資は2025年10月には枯渇し、その後、年末にかけて月次ベースで2桁の減少が続いていた。2026年の家電の買い替え補助金政策は、品目を絞り、1台当たりの補助金を減らして継続されている（次頁図表5）。2026年に入り、補助金が補充されたが、その効果に多くを期待することはできない。

2026年1月～3月の自動車販売金額は9.1%減（3月は11.8%減）となり、2025年の1.5%減からマイナス幅が拡大した（次頁図表7）。同時期の自動車販売台数は5.6%減と、2025年の9.4%増から減少に転じたが、販売金額ほどは落ち込んでいない。「内巻」と呼ばれる熾烈な価格競争は続いているとみるのが妥当だろう。

自動車の買い替え補助金政策は、2025年の定額補助から2026年は定率補助に変更された（次頁図表5）。定額補助の場合は補助割合が大きくなる低価格の自動車への選好が高まるが、定率補助になると補助金額が大きくなる高価格の自動車への選好が高まり、制度として消費刺激効果は改善された可能性が高い。ただし、新エネルギー車（NEV）については、これまで一貫して免税とされてきた車両購入税（通常税率は価格の10%）が、2026年は価格の5%の税率で徴収が始まった。税率変更は2023年6月に発表されており、税負担を避けるために2025年は駆け込み購入があった可能性が高い。2026年はその反動に苦しむことになるだろう。

ちなみに、国家統計局によると、2026年1月～3月の自動車販売金額を除く小売売上は3.6%増とされ、自動車販売の不振が全体を1.2%pt押し下げたことになる。こうした状況は当面続くことになるだろう。

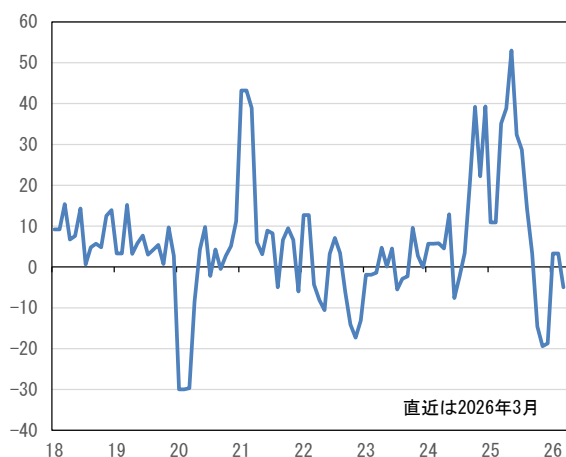
図表5 2026年の家電、デジタル・スマート製品、自動車の購入に対する補助金政策

冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器	省エネ・節水基準1級以上	価格の15% (上限は1,500円)
単価が6,000円を超えない携帯電話、タブレット、スマートウォッチ、スマートグラス	-	価格の15% (上限は500円)
2013年6月30日以前に登録されたガソリン乗用車、2015年6月30日以前に登録されたディーゼル等の燃料の乗用車、または2019年12月31日以前に登録された新エネルギー乗用車を廃棄し、排気量2L以下のガソリン車に買い替える場合	-	価格の10% (上限は1万5,000円)
2013年6月30日以前に登録されたガソリン乗用車、2015年6月30日以前に登録されたディーゼル等の燃料の乗用車、または2019年12月31日以前に登録された新エネルギー乗用車を廃棄し、条件を満たす新エネルギー車に買い替える場合	-	価格の12% (上限は2万円)
個人が自分名義で登録した乗用車を売却し、ガソリン車に買い替える場合	-	価格の6% (上限は1万3,000円)
個人が自分名義で登録した乗用車を売却し、新エネルギー車に買い替える場合	-	価格の8% (上限は1万5,000円)

(参考) 2025年の家電、デジタル・スマート製品、自動車の購入に対する補助金政策

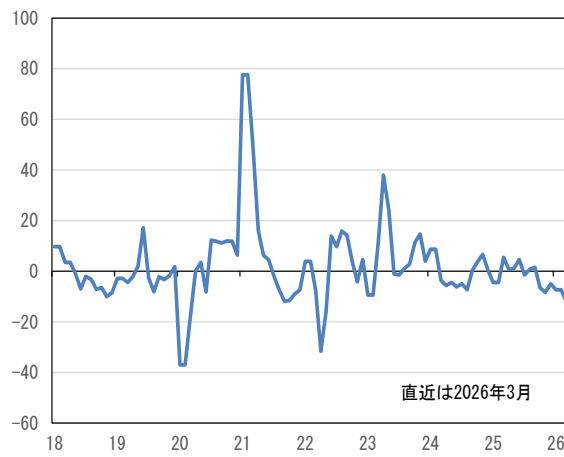
冷蔵庫、洗濯機、テレビ、エアコン、パソコン、給湯器、ガスコンロ、レンジフード、浄水器、食器洗い機、炊飯器、電子レンジ	省エネ・節水基準2級以上	価格の15% (上限は2,000円)
	省エネ・節水基準1級以上	価格の20% (上限は2,000円)
単価が6,000円を超えない携帯電話、タブレット、スマートウォッチ、スマートグラス	-	価格の15% (上限は500円)
2012年6月30日以前に登録されたガソリン乗用車、2014年6月30日以前に登録されたディーゼル等の燃料の乗用車、または2018年12月31日以前に登録された新エネルギー乗用車を廃棄し、排気量2L以下のガソリン車に買い替える場合	-	1万5,000円
2012年6月30日以前に登録されたガソリン乗用車、2014年6月30日以前に登録されたディーゼル等の燃料の乗用車、または2018年12月31日以前に登録された新エネルギー乗用車を廃棄し、条件を満たす新エネルギー車に買い替える場合	-	2万円
個人が自分名義で登録した乗用車を売却し、ガソリン車に買い替える場合	-	1万3,000円
個人が自分名義で登録した乗用車を売却し、新エネルギー車に買い替える場合	-	1万5,000円

(出所) 中国国家発展改革委員会、財政部、商務部より大和総研作成

図表6 家電・音響映像機材販売金額の推移  
(前年同月比) (単位: %)

(注) 1月～2月は平均値

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

図表7 自動車販売金額の推移  
(前年同月比) (単位: %)

(注) 1月～2月は平均値

(出所) 中国国家统计局より大和総研作成

## 2026年1月～3月の固定資産投資は1.7%増に「回復」

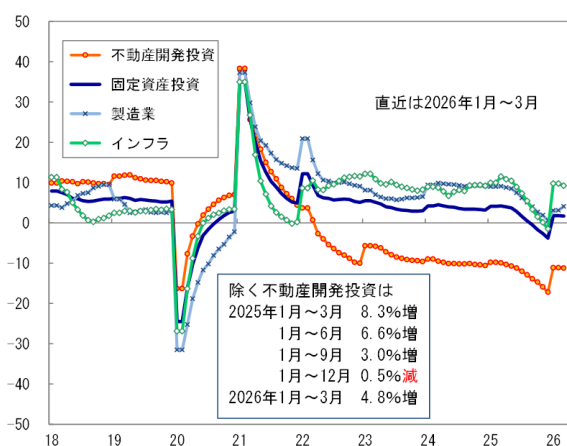
2026年1月～3月の固定資産投資は1.7%増となり、2025年の3.8%減から増加に転じた（図表8）。分野別に、製造業投資は4.1%増（2025年は0.6%増）に加速し、電気・水道・ガスを含むインフラ投資は9.2%増となり、2025年の1.5%減から増加に転じた。1月～3月の不動産開発投資は11.2%減と、2025年の17.2%減からマイナス幅が縮小した。ただし、不動産開発投資は2022年から毎年10%前後の減少が続いた上での2桁減であり、状況は極めて厳しい。

2026年1月～3月の不動産開発投資を除く固定資産投資は4.8%増となり、2025年の0.5%減から増加に転じた。牽引役はインフラ投資であり、それに充当される地方政府特別債券の前倒し発行などの措置が奏功している可能性がある。ただし、2026年の地方政府特別債券の発行枠は2025年と同額の4.4兆元が予定され、純増額はゼロである。早晩、息切れが懸念される。

製造業投資の回復については、2026年1月に発表された設備更新への貸出に対する利子補給政策が功を奏しつつあるのかもしれない。これは、企業などが設備更新をするにあたり、固定資産貸出の利子のうち1.5%ptを中央財政が補給する制度だ。対象は、従来の工業、エネルギー・電力、交通運輸、物流、文化・観光、農業機械・器具などの分野に加え、建設、都市行政、エネルギー利用設備、航空部品、電子情報、安全生産、設備農業（温室など）、漁船、コールドチェーン施設、食糧・油加工、廃棄物のリサイクル、小規模水力発電、消費商業施設、人工知能、高齢者サービス施設などの分野が新たに加えられている。

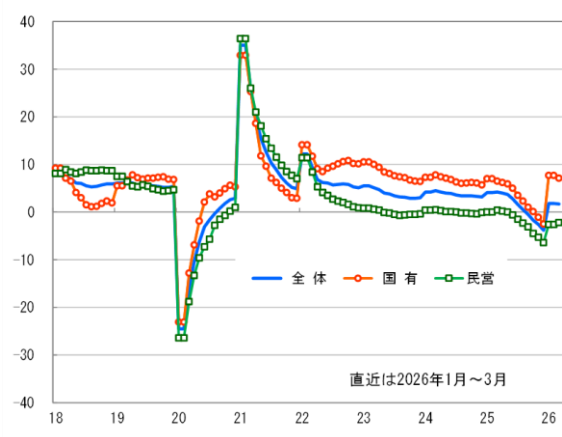
最後に、固定資産投資の増減率を国有部門と民営部門に分けたものが図表9である。国有部門は2025年の2.5%減から2026年1月～3月は7.1%増へと大きく改善した。一方の民営部門は2025年の6.4%減から2026年1月～3月は2.2%減へとマイナス幅は縮小したものの前年割れが続いている。政策の恩恵が国有企業に集中し、民営企業が蚊帳の外に置かれる「国進民退」を地で行く展開だ。2026年1月には中小零細企業（民営企業）の固定資産投資をサポートする

図表8 固定資産投資全体、分野別推移  
（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



（注）1月～2月は平均値  
（出所）中国国家統計局より大和総研作成

図表9 固定資産投資全体、国有・民営別推移  
（1月から累計の前年同期比）（単位：％）



（出所）中国国家統計局より大和総研作成

ための再貸出限度額（これを原資に銀行は中小零細企業への貸出を増やす）が大幅に増やされたが、その効果は現時点で確認できない。

## 2026年3月の貿易に中東情勢緊迫化の影響が出始める

中国通関統計によると、2026年3月の輸出（以下、貿易は米ドル建て）は2.5%増となり、1月～2月の21.8%増から大きく減速した（後掲図表10）。主因は旧正月（春節）の時期のずれだと目される。中国では、春節の前10日前後、そして後ろの20日前後は、従業員が帰省するため、工場の稼働率が下がり、工事の進捗が遅れがちになる。2025年の春節は1月29日であったため、影響は1月～2月で完結した一方で、2026年の春節は2月17日であり、影響は3月上旬にずれ込んだと考えられる。

2026年3月の輸出急減速には、中東情勢緊迫化による世界的なサプライチェーンの混乱が響いたこと、さらには中国政府が国内への供給を優先し、石油製品など一部製品の輸出が抑制された可能性もあるかもしれない。品目別には衣類、プラスチック製品、家電、鋼材、自動車部品、石油製品などの輸出が大きく減少した。中国国外の一部報道では、中国政府が石油製品の輸出停止を関連企業に求めたとされたが、3月の石油製品の輸出は12.2%減の460万トンとなり、「停止」という状況にはなっていない。

2026年3月の輸入は27.8%増となり、1月～2月の19.8%増から一段と加速した。ただし、原油の輸入は減少し、輸入の増加要因にはなっていない。

輸入急増の要因のひとつと考え得るのは、「国内大循環」政策の（短期的な）軌道修正ではないだろうか。2020年5月に習近平総書記が打ち出した「国内大循環」は、いわば壮大な「地産地消」政策であり、供給過剰（需要不足）を背景に余ったものは輸出される。この政策の進展により、中国の輸入は2022年以降、減少傾向にある。一方で、この間、輸出は2023年を除いて増加した。直近の2025年は、輸出が5.4%増、輸入は±0.0%となり、貿易黒字は19.5%増の1.2兆ドルを記録した。中国の貿易黒字が1兆ドルを超えたのは初めてであり、貿易不均衡への批判は、米国のみならず広がりを見せつつあった。こうした中で、一時的にせよ輸入を増やす「指導」が行われた可能性があるのだ。

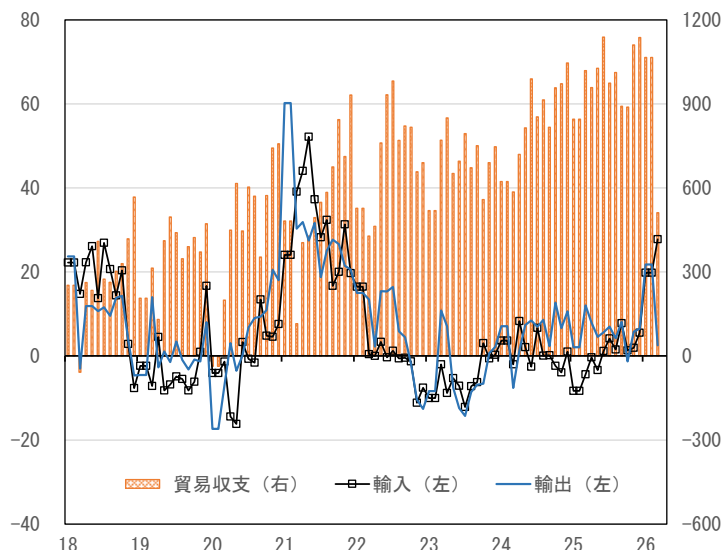
もうひとつは、中国政府、あるいは企業が中東情勢緊迫の長期化を想定し、輸入を前倒して行った可能性である。品目別には、銅鉱石、集積回路、コンピュータ・同品、大豆などの輸入が急増した（もっとも大豆の輸入増加には前年同期の水準が低かった反動増が背景にある）。

2026年1月～3月の輸出は14.7%増、輸入は22.7%増となり、貿易黒字は2.5%減の2,643.3億ドルとなった。これが、実質GDP成長率に対する純輸出の寄与度が低下した主因だ。

今後、中東情勢の緊迫がさらに長期化すれば、世界経済が減速し、中国からの輸出品に対する需要も減退する可能性が高くなる。輸入は、原油や関連製品の価格高騰によって増加し、貿易黒字は縮小する可能性が高い。不動産不況が継続し、消費には耐久消費財の需要先食い政策

の反動が懸念されるなど、内需は厳しい状況が続いている。こうした中で、2026年の数少ない好材料とみられていた純輸出の寄与度が低下すれば、景気下振れリスクが高まることに注意が必要だ。

図表 10 中国のドル建て貿易の推移（前年同月比、金額）（単位：%、億ドル）



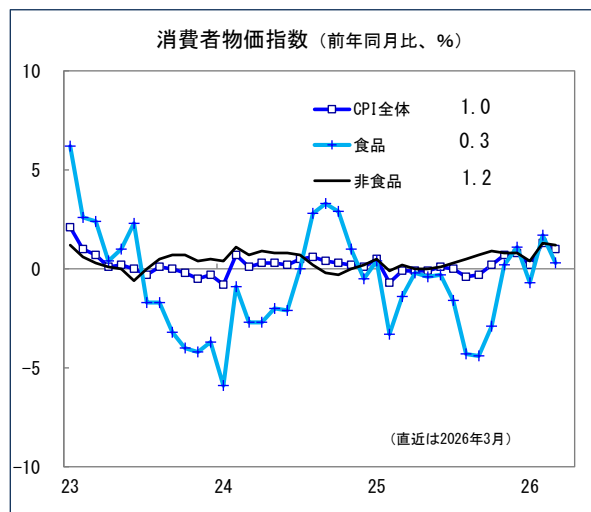
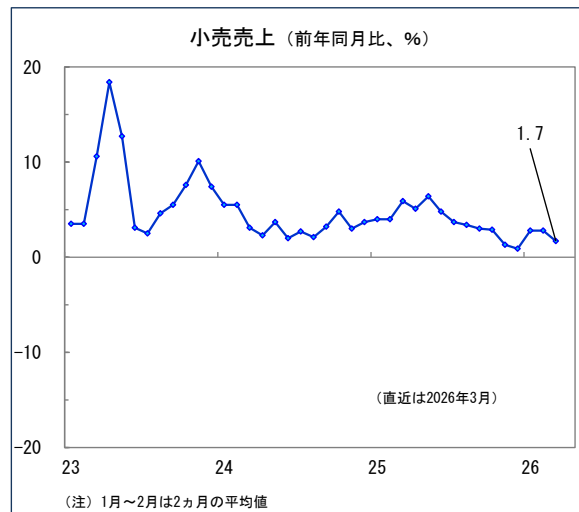
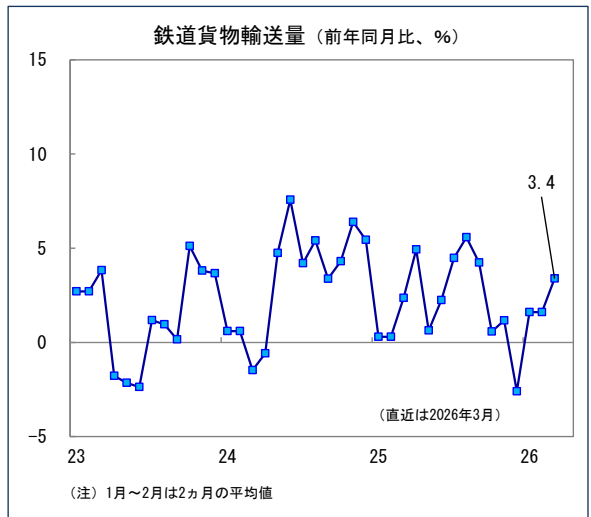
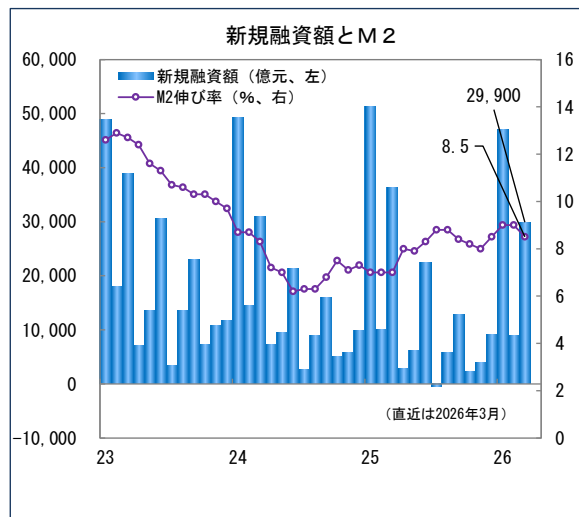
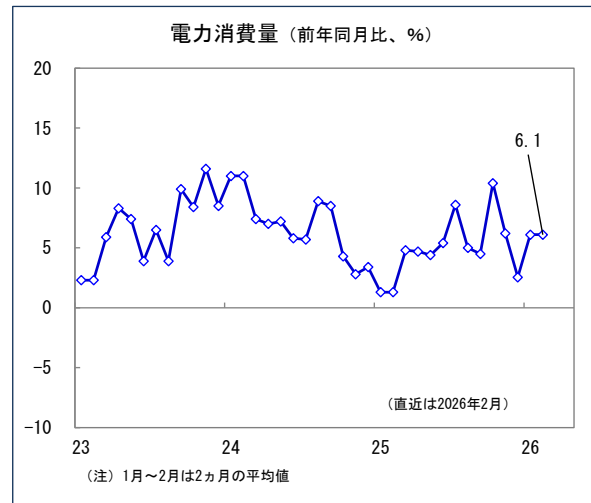
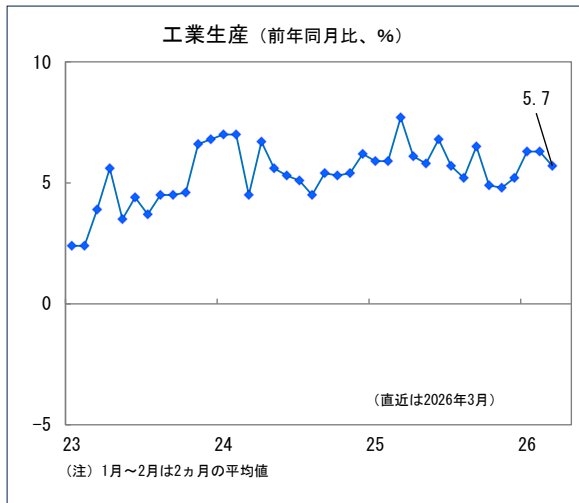
(注) 旧正月の時期のずれの影響を避けるため、1月~2月は平均  
(出所) 中国通関統計より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧

	2025年3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2026年1月	2月	3月
実質GDP成長率（四半期、前年同期比、%）	5.4	-	-	5.2	-	-	4.8	-	-	4.5	-	-	5.0
工業生産（前年同月比、%）	7.7	6.1	5.8	6.8	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2	6.3	-	5.7
電力消費量（前年同月比、%）	4.8	4.7	4.4	5.4	8.6	5.0	4.5	10.4	6.2	2.6	6.1	-	-
鉄道貨物輸送量（前年同月比、%）	2.4	4.9	0.6	2.2	4.5	5.6	4.2	0.6	1.2	-2.6	1.6	-	3.4
固定資産投資（前年累計比、%）	4.2	4.0	3.7	2.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8	1.8	-	1.7
不動産開発投資（前年累計比、%）	-9.9	-10.3	-10.7	-11.2	-12.0	-12.9	-13.9	-14.7	-15.9	-17.2	-11.1	-	-11.2
小売売上（前年同月比、%）	5.9	5.1	6.4	4.8	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9	2.8	-	1.7
消費者物価指数 全体（前年同月比、%）	-0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8	0.2	1.3	1.0
食品（前年同月比、%）	-1.4	-0.2	-0.4	-0.3	-1.6	-4.3	-4.4	-2.9	0.2	1.1	-0.7	1.7	0.3
非食品（前年同月比、%）	0.2	0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.4	1.3	1.2
工業製品出荷価格指数（前年同月比、%）	-2.5	-2.7	-3.3	-3.6	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9	-1.4	-0.9	0.5
工業生産者購入価格指数（前年同月比、%）	-2.4	-2.7	-3.6	-4.3	-4.5	-4.0	-3.1	-2.7	-2.5	-2.1	-1.4	-0.7	0.8
新規融資額（億元）	36,400	2,800	6,200	22,400	-500	5,900	12,900	2,200	3,900	9,100	47,100	9,000	29,900
M2伸び率（%）	7.0	8.0	7.9	8.3	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5	9.0	9.0	8.5
輸出（前年同月比、%）	12.0	7.9	4.6	5.6	7.0	4.2	8.2	-1.3	5.8	6.5	21.8	-	2.5
輸入（前年同月比、%）	-4.4	-0.3	-3.4	1.2	4.2	1.5	7.8	1.3	1.9	5.5	19.8	-	27.8
貿易収支（億米ドル）（1月、2月は平均）	1,019.0	958.8	1,027.2	1,138.6	974.5	1,012.2	892.1	888.7	1,111.1	1,137.0	1,066.0	-	511.3
新築商品住宅価格指数 北京（前年同月比、%）	-5.7	-5.0	-4.3	-4.1	-3.6	-3.5	-2.6	-2.0	-2.1	-2.4	-2.4	-2.3	-2.1
上海（前年同月比、%）	5.7	5.9	5.9	6.0	6.1	5.9	5.6	5.7	5.1	4.8	4.2	4.2	3.7
商用不動産 着工面積（前年累計比、%）	-24.8	-24.1	-23.0	-20.1	-19.5	-19.5	-19.0	-19.9	-20.6	-20.5	-23.1	-	-20.2
竣工面積（前年累計比、%）	-14.4	-17.0	-17.4	-14.9	-16.6	-17.1	-15.4	-17.0	-18.1	-18.2	-27.9	-	-25.0
不動産販売 面積（前年累計比、%）	-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-4.8	-5.4	-6.3	-7.6	-8.6	-9.5	-13.5	-	-10.7
金額（前年累計比、%）	-2.6	-3.7	-4.4	-6.1	-7.1	-7.9	-8.5	-10.2	-11.7	-13.2	-20.2	-	-17.0

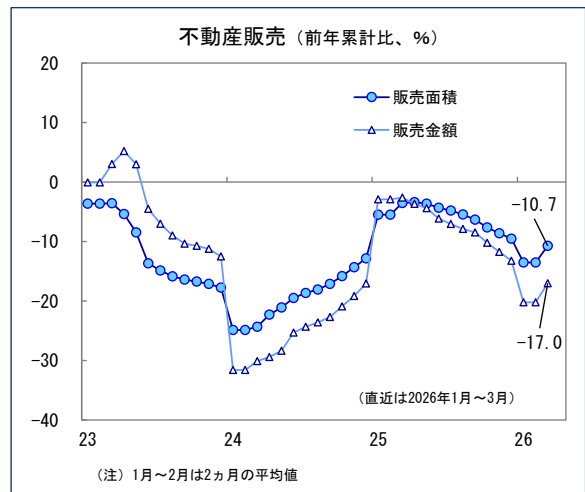
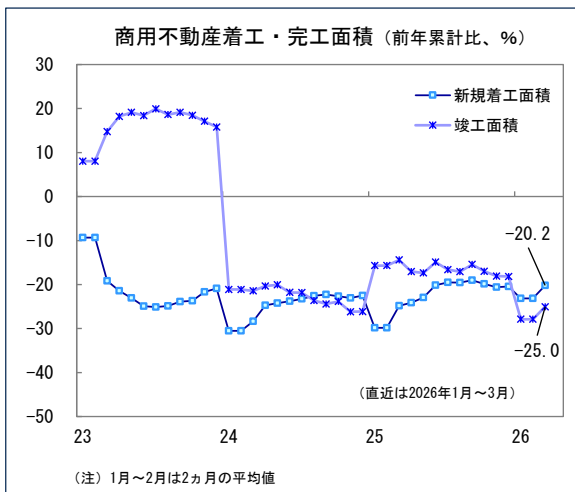
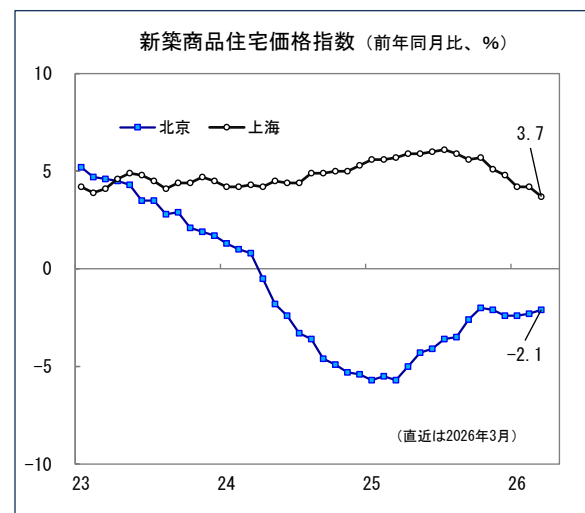
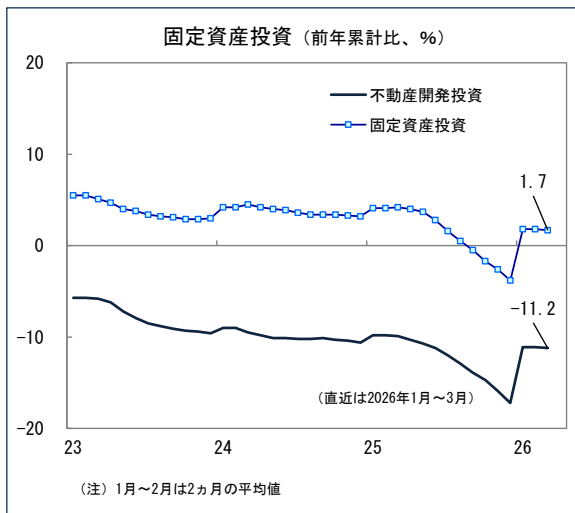
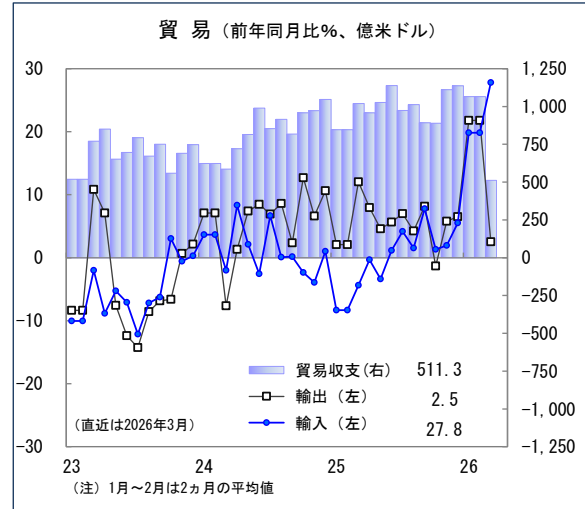
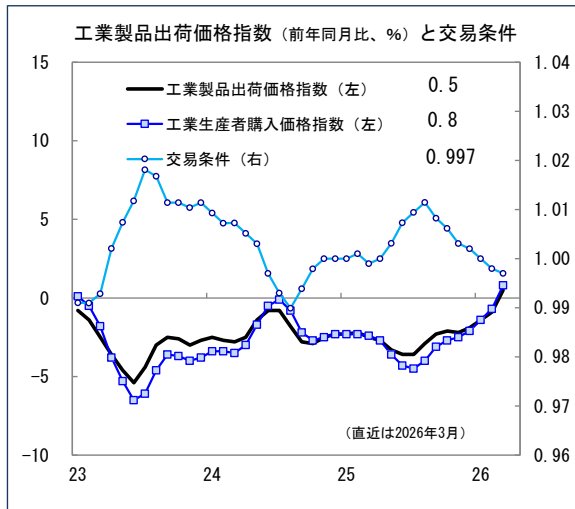
(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

## (参考) 主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 中国国家統計局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成

(参考) 主要経済指標一覧 (続き)



(出所) 中国国家统计局、中国人民銀行、通関統計、中国国家エネルギー局、CEIC より大和総研作成